

Résumé des marchés Signature

Avril 2014



SIGNATURE
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

Perspectives mondiales



Drummond Brodeur
Vice-président principal, Gestion de portefeuille et stratégie mondial

Lorsqu'on la compare à celle des dernières années, la conjoncture macroéconomique semble résolument **PEU STIMULANTE!** Pas de crise économique à l'horizon, pas d'effondrement des systèmes financiers, les sources de financement sont abondantes, les valorisations sont raisonnables, et les investisseurs ne sont ni craintifs, ni saisis par l'appât du gain. Oui, Vladimir Putin suscite d'intéressants défis politiques et certaines économies, notamment celles du Venezuela et de l'Argentine, s'effondrent, mais il n'en demeure pas moins que l'économie mondiale continue de se rétablir et qu'un retour à la normale s'installe. Notre principal défi pourrait bien être lié au fait qu'habitué aux crises et à la volatilité politique et des marchés que nous connaissons depuis sept ans, nous avons oublié à quoi ressemble une conjoncture normale. Or, il est essentiel que nous évaluions correctement notre contexte macroéconomique mondial actuel.

À cet égard, le plus important défi cette année sera la normalisation de la politique monétaire et des taux aux États-Unis, de même que l'impact de cette normalisation sur les diverses catégories d'actifs et régions géographiques. De surcroît, bon nombre d'enjeux à long terme, comme le retour à l'équilibre économique et les réformes structurelles en Europe, au Japon et dans les marchés émergents, n'ont pas été résolus et pourraient refaire surface, mais c'est normal. Cela signifie que les enjeux macroéconomiques ne prennent plus le pas sur les facteurs microéconomiques fondamentaux. La conjoncture est peut-être moins stimulante, les rendements attendus et la volatilité sont peut-être moins élevés, mais c'est plus normal.

En ce début de deuxième trimestre, les attentes que nous avons exprimées au début de l'année n'ont pas changé : une reprise mondiale synchronisée menée par les États-Unis, les perspectives améliorées de ce pays permettant à la Réserve fédérale de poursuivre le retrait de ses mesures de politique monétaire peu conventionnelles qui ont fait la pluie et le beau temps dans les marchés mondiaux au cours des cinq dernières années.

Bien que nos projections pour l'ensemble de l'année aient très peu changé, certains facteurs imprévus se sont manifestés, notamment l'hiver très long et rigoureux qu'a connu l'ensemble de l'Amérique du Nord. Il ne fait aucun doute que la météo a eu une forte incidence sur l'économie. Reste à savoir dans quelle mesure cette incidence n'est que temporaire, et si elle cache une tendance sous-jacente plus durable.

Tandis que le printemps s'installe, nous devrions commencer à enregistrer – et c'est déjà le cas – de meilleures données confirmant un regain de vigueur de l'économie américaine. Alors que l'activité économique accélère, il se pourrait même que les apparences soient trompeuses et que la véritable croissance sous-jacente soit, en réalité, moins vigoureuse qu'il n'y paraît. Tout cela importe pour les marchés. Bien que les perspectives à long terme n'aient pas été affectées par le ralentissement économique, le marché obligataire américain a néanmoins réagi. Le rendement des obligations américaines à 10 ans, notamment, est passé de 3,0 % à 2,6 % pendant le trimestre, en dépit de l'opinion exprimée par la Réserve fédérale quant au caractère temporaire de la faiblesse économique et de son affirmation qu'elle entendait continuer de réduire ses achats d'obligations. Nous ne nous attendons pas à une forte hausse des taux, mais la possibilité d'une augmentation soudaine provoquée par des données économiques plus robustes que prévu au cours des prochains mois nous préoccupe.

Hormis ce scénario, les taux américains devraient, selon nous, demeurer dans leur fourchette actuelle de 2,6 % à 3,0 % jusqu'au milieu de l'année, en attente de preuves concrètes d'une hausse durable de la demande. Cette conviction devrait être établie durant la deuxième moitié de l'année. Nous croyons que le taux de croissance de l'économie américaine devrait approcher 3 % au deuxième trimestre, soit le double de celui du premier trimestre qui devrait s'établir à près de 1,5 %. Compte tenu de tous ces facteurs, nous nous attendons à une surperformance des actions, mais à un rythme plus modéré que l'an dernier et avec une volatilité plus prononcée qu'au premier trimestre. Dans l'ensemble, nous estimons que les rendements cette année devraient correspondre à la croissance des bénéfiques, soit se situer dans une fourchette de 8 % à 10 %.

Marchés émergents



Matthew Strauss
*Vice-président, Gestion de portefeuille,
gestionnaire de portefeuille
et stratège mondial*

Les espoirs d'un vigoureux début d'année 2014 dans les marchés émergents ont rapidement été déçus par suite de plusieurs perturbations qui ont ébranlé la confiance des investisseurs, notamment la dévaluation de la devise en Argentine; l'agitation politique au Venezuela; l'invasion de la Crimée par la Russie; la chute des prix des marchandises; la performance économique décevante de la Chine ravivant les préoccupations touchant un ralentissement brutal de la croissance économique dans ce pays; et les premiers cas très médiatisés de défaut de rembourser en Chine, suivant plusieurs années d'expansion du crédit.

L'incidence de la plupart de ces perturbations avait toutefois commencé à se dissiper vers la fin du premier trimestre. La volonté manifeste de la Chine d'adopter des mesures de stimulation modérées afin d'assurer une croissance continue supérieure à 7 % et l'amélioration du climat politique dans un certain nombre de pays (Inde, Indonésie et Brésil) ont suffisamment rassuré les investisseurs pour les inciter à revenir dans les marchés boursiers émergents. En mars, l'indice global des marchés émergents a enregistré une croissance de 3,1 %, en devise américaine, surclassant de près de 300 points de base les indices des marchés développés. La résilience des actions des marchés émergents face à l'avalanche de mauvaises nouvelles au premier trimestre pourrait donc bien indiquer que les cours dans ces marchés commencent à anticiper et à refléter la majorité des chocs.

Aux deuxième et troisième trimestres de 2014, les rendements plus élevés des obligations américaines continuent de présenter le plus important risque pour les actifs émergents. Ce risque est toutefois partiellement compensé par l'acquisition d'expérience par les banques centrales des pays émergents depuis le choc subi en mai 2013, lorsque des commentaires du président de la Réserve fédérale américaine, Ben Bernanke avaient été interprétés comme un signe que la Réserve fédérale s'apprêtait à retirer progressivement ses mesures de relance monétaire. À cette époque, les banques centrales des pays émergents avaient tardé à réagir à l'exode des capitaux qui avait suivi les commentaires de M. Bernanke. Maintenant, comme on a pu le constater en janvier, ces banques centrales réagissent beaucoup plus ponctuellement à toute menace à la « stabilité financière » de leur pays.

Il est difficile d'établir avec précision le retour à l'optimisme des investisseurs touchant les marchés émergents, mais nous estimons que la conjoncture s'améliore depuis le tournant du premier trimestre. Les rendements continueront de varier fortement d'un pays à l'autre en raison de facteurs internes, mais nous constatons un certain nombre de signes positifs, notamment une stabilité politique accrue en Inde, en Afrique du Sud, en Indonésie et même au Brésil; la probabilité d'une réduction des résultats économiques décevants; des perspectives de croissance plus stable en Chine (bien que les risques liés à l'endettement et à l'immobilier incitent toujours à la prudence); et de meilleurs bénéfices estimatifs.

Alors que les risques se dissipent, les pays présentant les meilleurs espoirs d'amélioration macroéconomique semblent être l'Inde (climat politique et réformes envisagées) et le Mexique (réformes et retombées de la reprise économique aux États-Unis), de même que les Philippines et la Colombie. Les valorisations sont bon marché, mais les risques liés au climat politique et aux conditions économiques sont encore très élevés au Brésil, en Russie et en Afrique du Sud.

Services financiers



John Hadwen
*Vice-président, Gestion de portefeuille,
et gestionnaire de portefeuille*

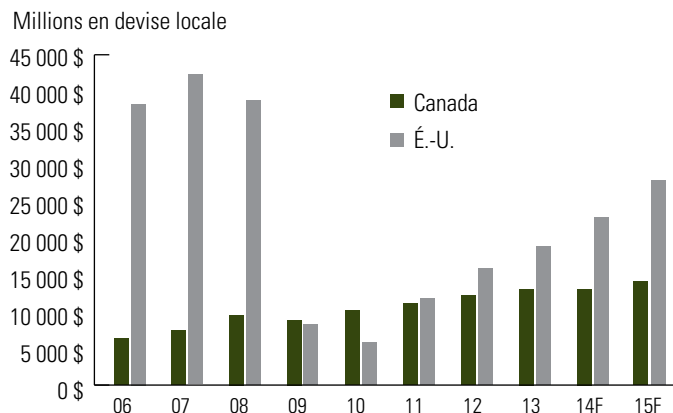
En ce début de printemps, les investisseurs bancaires se penchent sur les résultats des « tests de résistance » à la loi Dodd-Frank des États-Unis et de la CCAR (Comprehensive Capital Analysis and Review) qui concernent les fonds propres que les 30 plus importantes banques américaines sont légalement tenues de conserver en réserve. Ensemble, ces deux exercices permettent d'assurer que les banques fixent leurs dividendes avec toute la prudence voulue pour pouvoir résister, s'il y a lieu, à une autre crise financière.

Nous estimions depuis plusieurs années que les dividendes versés par les grandes banques américaines avaient énormément augmenté depuis les creux enregistrés en 2010 et que les valorisations se rétabliraient de pair avec la hausse des dividendes. Nos attentes au chapitre de la croissance des dividendes ont été toutefois déçues, les organismes de réglementation dissuadant les banques de verser des dividendes dont le ratio dividende/bénéfice est supérieur à 30 %. Or, le ratio de distribution total (rachats d'actions et dividendes en pourcentage des bénéfices) approuvé cette année est, en moyenne, de 68 %. Il semble donc que la Réserve fédérale préfère les rachats d'actions aux dividendes, estimant qu'il est plus difficile de cesser de verser des dividendes que de mettre fin à un programme de rachat en situation de crise.

Le graphique ci-après démontre l'ampleur des compressions de dividendes des banques américaines pendant la crise financière. Pour permettre la comparaison, nous avons indiqué le total des dividendes versés par les banques canadiennes pendant la même période. La forte hausse des dividendes des banques américaines soutiendra les valorisations et rehaussera l'attrait des institutions financières pour les gestionnaires de fonds de dividendes. L'on prévoit que les dividendes des banques américaines s'établiront à 22,5 milliards de dollars en 2014, soit 22 % de plus qu'en 2013. Les rachats d'actions approuvés pour ces mêmes banques s'établissent aussi à 22,5 milliards de dollars. Par conséquent, le montant combiné de 45 milliards de dollars pour les dividendes et les rachats surpasse les 42 milliards de dollars de dividendes versés par ce même groupe en 2007.

La CCAR a pénalisé Citigroup. Celle-ci a, en effet, passé aisément le test de résistance « quantitatif », surpassant même les autres banques américaines à ce chapitre, mais a échoué au test « qualitatif ». Les organismes de réglementation ont donc stipulé à Citigroup d'améliorer sa structure de déclaration et de surveillance, mais nous croyons que cette exigence ne servira qu'à retarder l'inévitable et que d'abondants capitaux seront tôt ou tard versés aux actionnaires.

Dividendes globalement versés par les grandes banques américaines et canadiennes



Source : Signature Gestion mondiale d'actifs, Bloomberg

Resources



Scot Vali
Vice-président, Gestion de portefeuille,
et gestionnaire de portefeuille

Froid.

L'hiver dernier en Amérique du Nord a été très froid. Pour le secteur du gaz naturel, il était inespéré. On parle certes beaucoup de production de gaz naturel liquide, de nouveaux investissements dans l'industrie pétrochimique, de la production d'énergie et d'autres futures sources de demande de gaz naturel en Amérique du Nord, mais le marché actuel est néanmoins encore alimenté par les besoins de chauffage et de climatisation, et il le demeurera jusqu'en 2018, quand certaines de ces sources de nouvelle demande devraient commencer à se manifester.

L'hiver exceptionnellement froid que nous avons connu ayant suscité une demande record de gaz naturel pour le chauffage, les réserves aux États-Unis ont baissé à 833 milliards de pieds cubes, un creux de tous les temps (graphique 1). Au Canada, la situation semblable a eu pour effet de soutenir les prix des contrats à échéance rapprochée et de réduire les différentiels entre les prix de l'indice AECO (Intra-Alberta) et les prix du gaz aux États-Unis.

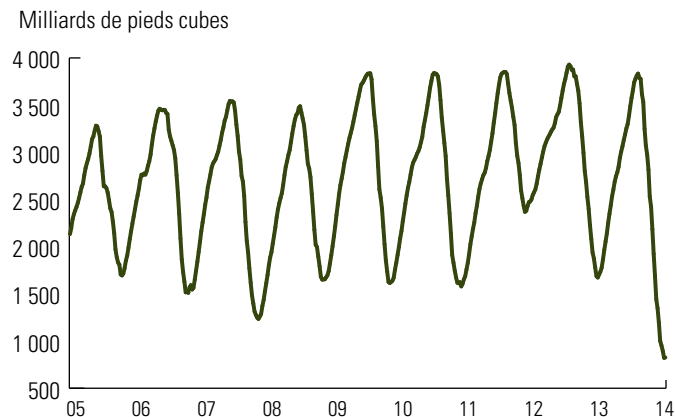
Les marchés ne s'entendent pas sur la nécessité de prendre des mesures en prévision de l'hiver prochain. Plus précisément, la production de gaz naturel actuelle est-elle suffisante, ou les prix des contrats à terme doivent-ils augmenter pour inciter les producteurs à augmenter leur production ou pour motiver l'utilisation d'autres sources de combustibles, en l'occurrence le charbon? Fait des plus intéressants, alors que les prix des contrats à échéance rapprochée augmentaient, les prix des contrats à terme pour 2015 sont demeurés bas. Le signal aux producteurs de hausser leur production n'a donc pas été donné.

Actuellement, le nombre de puits de gaz naturel aux États-Unis s'établit à un creux record depuis 1994, soit 80 % sous le sommet atteint en septembre 2008 (graphique 2). Cette situation résulte des programmes de restructuration visant à réduire la production de la matière dont les réserves, justement, sont insuffisantes pour répondre à la demande.

L'état du renflouement des réserves sera suivi de près au cours des prochains mois, puisque des quantités record de gaz naturel seront requises pour ramener les réserves au niveau normal d'environ 3,7 billions de pieds cubes. Toute hausse des prix sera profitable pour les sociétés d'exploration et de production de gaz naturel, de même que pour les entreprises de service qu'elles embauchent.

Graphique 1 : Les réserves de gaz naturel sont faibles

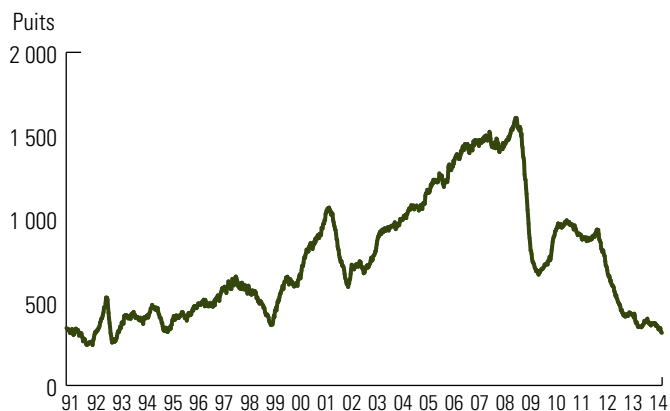
Réserves aux États-Unis



Source : Bloomberg, ministère de l'Énergie des États-Unis.

Graphique 2 : Le forage de gaz naturel aux États-Unis le plus faible en 20 ans

Nombre de puits de gaz naturel aux États-Unis, selon la société Baker Hughes



Source : Bloomberg, Baker Hughes Inc.

Consommation



Stéphane Champagne
*Vice-président, Gestion de portefeuille,
et gestionnaire de portefeuille*

La consommation aux États-Unis a été peu vigoureuse au premier trimestre de 2014, principalement en raison des conditions météorologiques difficiles dans de nombreuses régions. Les ventes au détail ont toutefois repris en mars, avec l'arrivée de températures plus clémentes. Les détaillants au rabais et les clubs d'achats avaient continué de faire de bonnes affaires, mais les grands magasins avaient été fortement affectés par les intempéries. La situation au Canada était semblable, alors que les résultats enregistrés en Europe variaient d'un pays à l'autre et que les régions d'Amérique latine et d'Asie démontraient peu d'activité.

L'indice S&P 500 a surclassé les indices des biens de consommation de base et des biens de consommation discrétionnaire de 115 et de 450 points de base, respectivement, au premier trimestre. L'état de l'indice des biens de consommation discrétionnaire reflétait le ralentissement des ventes. Toutefois, les ventes de biens de consommation de base, un secteur plus défensif, ont accéléré après un quatrième trimestre décevant, de concert avec la baisse des rendements obligataires américains, les bons du Trésor américain à 10 ans ayant passé de 3 %, à la fin de décembre, à 2,7 %, à la fin de mars.

Nous prévoyons que le secteur américain des biens de consommation discrétionnaire poursuivra sa reprise au deuxième trimestre, reflétant l'amélioration de l'emploi, du secteur immobilier et de la confiance des consommateurs, trois éléments qui ont affiché une légère hausse en mars. Nous croyons toutefois que la consommation au Canada demeurera peu vigoureuse, les revenus disponibles subissant les effets négatifs du ralentissement immobilier et de l'endettement élevé des consommateurs.

En Europe, compte tenu du taux de chômage élevé dans les régions du sud, nous continuons de privilégier les sociétés des régions septentrionales et les sociétés britanniques exerçant principalement leurs activités à l'échelle locale. Nous évitons les marchés de l'Europe de l'Est et de la Russie en raison de l'instabilité politique dans ces régions.

En Amérique latine, la conjoncture de la consommation demeurera vraisemblablement affaiblie, notamment au Brésil où les pressions inflationnistes et les taux d'intérêt plus élevés découlant de la dévaluation de la devise restreindront la consommation discrétionnaire pendant la première moitié de l'année. Nous privilégions toujours les titres de consommation du Mexique et des Andes, qui devraient bénéficier des réformes structurelles et d'un assainissement du contexte économique.

La consommation en Chine au premier trimestre était, elle aussi, peu vigoureuse, des compressions du gouvernement au chapitre de la consommation de produits de luxe par les fonctionnaires ayant mené à une forte baisse des ventes d'aliments et de boissons alcooliques haut de gamme. Bien que la consommation ordinaire affiche une croissance normale, nous croyons que la consommation discrétionnaire demeurera faible au deuxième trimestre. Les consommateurs devront composer, à court terme, avec un accès plus difficile au crédit, un ralentissement de l'activité immobilière et de possibles réformes du secteur bancaire. Nous sommes néanmoins optimistes à plus long terme quant à la consommation, puisque le taux d'épargne et les revenus disponibles demeurent élevés. Les ventes au détail en Asie du Sud-Est resteront vraisemblablement faibles en raison des hausses de taux d'intérêt et des pressions inflationnistes suscitées par la dépréciation récente de la devise.

Nous continuons de privilégier les secteurs offrant des qualités fondamentales durables, des marques mondiales vigoureuses, une génération de flux de trésorerie disponible et des remboursements de capital aux actionnaires, notamment par des rachats d'actions et des hausses de dividendes.

Soins de santé



Jeff Elliott
*Vice-président, Gestion de portefeuille,
et gestionnaire de portefeuille*

Le secteur des soins de santé a surclassé les indices boursiers au premier trimestre, à la fois à l'échelle mondiale (rendement de 6,0 %, comparativement à 1,4 % pour l'indice MSCI Monde) et aux États-Unis (5,8 %, comparativement à 1,8 % pour l'indice S&P 500). Seul le secteur des services publics a fait encore mieux. Malgré le calme relatif qui a caractérisé l'ensemble du secteur des soins de santé, certains sous-secteurs ont connu plus de volatilité.

Les titres pharmaceutiques à grande capitalisation ont dégagé de bons rendements en dépit de préoccupations, au début du trimestre, à propos de leur exposition relativement élevée aux marchés émergents. Après la publication de résultats d'essais cliniques très positifs pour les sociétés du lobby pharmaceutique, le rendement du secteur au deuxième trimestre a été solide, et même renforcé par la recherche de sécurité dans les marchés.

Après avoir fortement augmenté en janvier et au début de février, les titres biotechnologiques et spécialisés ont soudainement renversé la vapeur pendant la deuxième moitié du trimestre. En hausse de 20 %, en cumul annuel, à la mi-février, le secteur des biotechnologies du NASDAQ (qui englobe un certain nombre de sociétés pharmaceutiques spécialisées) a clôturé le trimestre avec un gain de 4,2 % seulement pour le trimestre (et au moment de la rédaction, était en baisse de 5 % depuis le début de l'année). Il semblerait que le dégagement ait été provoqué par une lettre des organismes de réglementation mettant en cause la méthodologie de tarification de Gilead pour Solvadi, son médicament-découverte contre l'hépatite C. Nous estimons que cette lettre aura, finalement, peu d'impact, mais elle a tout de même soulevé des inquiétudes au sujet d'un secteur très fortement rentable depuis plusieurs années, mais qui est mal compris par les généralistes. Par ailleurs, les investisseurs, qui avaient fortement profité des activités de fusion et d'acquisition, de même que des avantages découlant d'opérations d'acquisition visant à réduire le fardeau fiscal, se sont montrés préoccupés par les possibilités de réforme fiscale. Les deux sous-secteurs offrant peu de perspectives de croissance et présentant des valorisations excessives, nous les avons évités.

Des niveaux d'adhésion plus élevés que prévu au programme « Obamacare » ayant suscité des préoccupations, les sociétés de services du secteur des soins de santé ont enregistré des résultats peu uniformes. Les hôpitaux ont toutefois bénéficié de cette situation, puisqu'une clientèle mieux assurée réduit les mauvaises créances. Les prestataires de soins gérés, pour leur part, ont vu le spectre d'une utilisation plus forte des soins de santé contrebalancé par une adhésion plus forte que prévu de personnes plus jeunes et en meilleure santé.

Les titres de sociétés de technologie médicale ont suivi la tendance sectorielle. Le nombre d'interventions et les adhésions au titre de la loi *Affordable Care Act* (Obamacare) ont favorisé le rendement en dépit des effets négatifs des intempéries et de résultats décevants pour certaines innovations en cours.

Dans l'ensemble, nous surpondérons les soins de santé dans tous nos portefeuilles, puisque nous y voyons de bonnes perspectives de demande en hausse découlant des facteurs démographiques et de la richesse accrue des marchés émergents. Nous privilégions toutefois les sociétés pharmaceutiques à grande capitalisation : leurs facteurs fondamentaux se sont améliorés et elles ont enregistré de bons progrès au chapitre de l'approbation de nouveaux médicaments.

Nous avons fait preuve de plus de retenue dans les autres sous-secteurs, les valorisations ayant augmenté par suite de leur forte croissance en 2013. Le récent repli de ces titres, notamment ceux du groupe biotechnologique, a toutefois rendu le profil risque/rendement plus attrayant, et nous poursuivons nos recherches d'occasions dans ce segment. Nous prévoyons une volatilité continue dans le sous-secteur des services aux prestataires de soins de santé, compte tenu des incertitudes rattachées à l'Obamacare, et pensons que toute vigueur des titres hospitaliers sera passagère puisqu'à plus long terme, les hôpitaux pourraient éprouver de la difficulté à obtenir les remboursements de l'État et des sociétés de soins gérés. Nous prévoyons aussi des pressions à la baisse sur les prix dans le segment des appareils médicaux, ces sociétés présentant un faible potentiel d'innovation. Nous sous-pondérons actuellement ces segments.

Taux d'intérêt



Kamyar Hazaveh
Vice-président, titres à revenu fixe

Exubérance rationalisée

Il serait logique de s'attendre à ce qu'après cinq années de mesures exceptionnelles de soutien fiscal et monétaire, l'économie puisse voler durablement de ses propres ailes. C'est ce que l'on espérait pour 2014, les ménages américains ayant fortement assaini leurs finances et le freinage fiscal de 2013 ayant pris fin. Au contraire, le taux de croissance du PIB américain réel au quatrième trimestre de 2013 a été fortement révisé à la baisse pour s'établir actuellement à 2,6 %. Les obligations des marchés développés ont donc offert des rendements supérieurs aux attentes, et les rendements des titres de référence américains et canadiens à 10 ans ont chuté respectivement de 0,45 % et de 0,30 %, depuis le début de l'année.

Écarts cycliques au sein d'une économie mondiale surendettée

Les secteurs publics et privés des économies développées et émergentes sont plus endettés aujourd'hui qu'ils ne l'étaient en 2008, les responsables de l'élaboration des politiques ayant employé tous les moyens à leur disposition pour prévenir le désendettement. Or, le surendettement réduit le potentiel de croissance mondiale. Les taux d'inflation actuellement à de bas niveaux record et toujours en baisse, de même que la lente croissance des salaires, signalent une faible demande à l'échelle mondiale. C'est donc au sein d'une telle conjoncture de surendettement que les écarts cycliques entre les différentes régions et économies se manifestent. Les États-Unis et le Royaume-Uni, qui ont composé avec les suites de la crise mieux que les autres marchés développés, affichent maintenant une croissance cyclique plus élevée.

Un marché régi par les politiques

Ayant épuisé toutes les mesures fiscales à leur disposition, les principales économies ont eu recours à la relance monétaire pour prévenir tout repli additionnel, mais leur orientation diverge. Rebutée par les coûts toujours croissants des politiques non conventionnelles, la Réserve fédérale américaine, maintenant présidée par Janet Yellen, a commencé, à la fin de l'an dernier, à retirer ses mesures de relance. La Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre ont toutes deux annoncé des orientations relatives aux taux d'intérêt à court terme fondées sur des mesures ambiguës des écarts de production. L'on attend de la Banque centrale européenne qu'elle adopte des mesures de relance monétaire pour contrer les risques de déflation et les répercussions sur les exportations de la vigueur de l'euro. La Banque du Japon, sous l'influence du premier ministre Abe, s'efforce de faire oublier aux Japonais deux décennies de déflation.

Perspectives des rendements, de la courbe des rendements et des écarts obligataires

Selon nos évaluations, les obligations américaines de référence à 10 ans se négocient à la limite inférieure de la fourchette des rendements, un taux de 3,15 % représentant leur juste valeur. Compte tenu des perspectives divergentes des États-Unis et du Royaume Uni par rapport à l'Europe et au Japon, nous surpondérons le dollar américain et la livre sterling.

Quant à la courbe, nous avons privilégié les échéances moyennes (5 à 10 ans) au détriment des échéances éloignées (30 ans), le rapport risque-rendement de l'extrémité long terme de la courbe étant peu attrayant puisque nous croyons que les banques centrales des principaux marchés développés se cantonneront dans l'expectative d'ici la fin de l'année. Étant généralement optimistes au sujet des différentiels de crédit, nous surpondérons les titres autres que les titres gouvernementaux.

Change



Matthew Strauss
*Vice-président, Gestion de portefeuille,
gestionnaire de portefeuille
et stratège mondial*

Si le retrait progressif des mesures de relance de la Réserve fédérale américaine avait pour objectif de faire monter le cours du dollar américain, cet objectif n'a pas été atteint au premier trimestre. Seules deux devises de pays développés ont baissé par rapport au dollar américain pendant le trimestre, et leur faiblesse était davantage imputable à des facteurs internes qu'à une vigueur générale du dollar américain. La devise ayant essuyé les plus fortes pertes a été le dollar canadien, les investisseurs étrangers éprouvant des inquiétudes croissantes au sujet des perspectives économiques à court terme du Canada et aux répercussions de cette conjoncture sur les taux d'intérêt. De surcroît, les investissements étrangers dans le marché obligataire canadien ont fortement baissé en 2013, et se sont même trouvés en territoire négatif tard l'an dernier. Le dollar canadien a chuté de 3,9 % par rapport au dollar américain au premier trimestre, soit beaucoup plus que le repli de l'autre devise, la couronne suédoise, qui n'a reculé que de 0,5 %. Le dollar canadien a même eu de la difficulté à se tenir contre les devises des marchés émergents. Seuls le peso du Chili, tiré à la baisse par la chute des prix du cuivre à l'automne, et le rouble de la Russie, en réaction à la crise en Ukraine, se sont dépréciés par rapport au dollar canadien.

Bien que la chute du dollar canadien ait probablement été excessive, celui-ci demeurera sous pression, comparativement au dollar américain, en raison de facteurs internes et mondiaux, plus précisément la hausse progressive des rendements des bons du Trésor américain.

Les devises sont très sensibles aux changements de politique monétaire, comme le démontre le dollar néo-zélandais qui a fourni la meilleure performance de toutes les devises des pays développés après que la banque centrale de la Nouvelle-Zélande fut devenue la première banque centrale importante à hausser ses taux au cours du présent cycle d'affaires. L'euro n'a pratiquement pas bougé par rapport au dollar américain, la Banque centrale européenne demeurant dans l'expectative, non disposée à signaler tout assouplissement quantitatif additionnel en l'absence de risques graves de déflation dans la zone euro. Il est prévu que l'euro et le yen s'affaibliront par rapport au dollar américain d'ici la fin de 2014, alors que les deux banques centrales envisagent d'autres mesures de détente monétaire tandis que la Réserve fédérale américaine s'appête à hausser ses taux en 2015 ou au début de 2016.

Certaines devises des marchés émergents qui comptaient parmi les plus faibles en 2013 ont enregistré une forte remontée au premier trimestre de 2014, les investisseurs devenant plus optimistes au sujet d'une intervention proactive des banques centrales pour prévenir tout nouveau dégagement comme celui de mai l'an dernier. Après une année 2013 difficile, les devises de l'Inde, de l'Indonésie et du Brésil ont fait preuve de plus de vigueur au début de 2014.

Technologies, médias et télécommunications



Malcolm White
*Vice-président, Gestion de portefeuille,
et gestionnaire de portefeuille*

Le secteur mondial des télécommunications a affiché une forte volatilité au premier trimestre, à un point tel que nous l'avons comparée au tournoi de basketball collégial surnommé « March Madness » (la « folie de mars »). Cette volatilité était attribuable aux nombreux changements apportés à la réglementation, de même qu'aux opérations spéculatives ayant trait aux fusions et acquisitions. Aux États-Unis, on se demande si la SoftBank du Japon se servira de son placement dans Sprint pour augmenter encore davantage sa part de marché en faisant l'acquisition de T-Mobile É.-U. En France, Vivendi, propriétaire de la Société Française de Radiotéléphone (SFR), a décidé de se départir de cette société en difficulté. L'opération a toutefois été interceptée par Patrick Drahi, un entrepreneur propriétaire d'actifs de câblodiffusion qui souhaitait acquérir la SFR pour son propre compte. D'autres intervenants français, Bouygues Telecom et Iliad, ont présenté des offres concurrentielles visant aussi la SFR, mais M. Drahi l'a emporté. Le Mexique a été le théâtre d'un important chambardement alors que les responsables de la réglementation, déterminés à démanteler le quasi-monopole de la société Telcel de Carlos Slim, ont créé un nouvel organisme de réglementation, l'IFETEL. En Europe, au contraire, la tendance est plutôt à assouplir la réglementation afin de permettre des consolidations qui serviraient à rétablir les marchés en Irlande et en Allemagne.

Les technologies ont également fait preuve de volatilité, mais pour une raison différente. Les titres aux coefficients bêta élevés du secteur et les sociétés qui ont fourni de forts rendements l'an dernier semblaient en bonne voie d'obtenir des résultats semblables cette année. Ces attentes ont été comblées à la mi-mars avec des niveaux records de PAPE, mais la situation s'est détériorée depuis. Certains dégagements étaient attribuables à la situation en Ukraine, mais une grande partie de la volatilité n'a vraisemblablement rien à voir avec la santé des entreprises, qui est encore excellente. On a attribué le déclin aux restructurations des portefeuilles des fonds de couverture, de même qu'aux valorisations élevées et aux stratégies de placement nécessitant une rationalisation, et nous croyons que cette vue est juste. Cette année, nous avons privilégié les sociétés à grande capitalisation qui se négocient au rabais. Les taux de croissance sont moins élevés, mais la volatilité est moindre, et cette stratégie nous semble plus prudente.

Obligations de société de bonne qualité



John Shaw
*Vice-président, Gestion de portefeuille
et gestionnaire de portefeuille*

Les obligations de société de bonne qualité ont surpassé les obligations d'État au premier trimestre, les taux d'intérêt ayant baissé et les différentiels s'étant amenuisés. Ayant diminué de 12 points de base pendant le trimestre et de 25 points de base au cours des six derniers mois, les différentiels sont maintenant les plus faibles depuis la crise financière. Les taux d'intérêt ont atteint un sommet à la fin du quatrième trimestre de 2013, pour ensuite diminuer au premier trimestre en raison de la chute des attentes à l'égard de la croissance aux États-Unis et au Canada, des craintes d'un ralentissement de la croissance en Chine attribuable à son système bancaire parallèle, de l'exode de capitaux des marchés émergents et de tensions politiques suscitées par la prise de contrôle de la Crimée, en Ukraine, par la Russie.

Il n'y a toutefois pas lieu de prévoir un passage massif des obligations aux actions. En fait, c'est la tendance contraire qui est observée depuis quelques trimestres. La vigoureuse performance des marchés boursiers a stimulé la demande de titres à revenu fixe, en particulier les obligations de société. Les importants régimes de retraite à prestations déterminées d'employeurs sont actuellement beaucoup mieux provisionnés grâce aux rendements boursiers et aux taux d'intérêt plus élevés. Les sociétés qui souhaitent immuniser leur bilan contre les engagements de leurs régimes de retraite passent des actions aux obligations, et c'est un autre facteur qui explique pourquoi nous ne verrons probablement pas de forte hausse des taux d'intérêt cette année.

Les perspectives des obligations à cote élevée demeurent positives, et nous prévoyons que les obligations de société surclasseront les obligations d'État d'ici la fin de 2014. Les marchés du crédit sont encore rentables, mais ils le seront moins et cette rentabilité sera plus ponctuelle. Les économies nord-américaines et européennes devraient s'accélérer, mais toute hausse des taux d'intérêt sera vraisemblablement modérée, ce qui assurera une conjoncture très favorable aux investisseurs des marchés du crédit.

Obligations à rendement élevé



Geof Marshall
*Vice-président, Gestion de portefeuille
et gestionnaire de portefeuille*

Le marché des obligations à rendement élevé s'est resserré de 36 points de base pour dégager un rendement de 2,9 % au premier trimestre de 2013. Il s'est resserré de 24 points de base pour un rendement de 3,0 % au premier trimestre de 2014. En mai dernier, le président de la Réserve fédérale américaine, Ben Bernanke, rassuré par l'amélioration des données économiques semblant indiquer que son programme de relance monétaire était efficace, a commencé à parler de diminuer graduellement ses injections de liquidités. Cette annonce a provoqué une forte retarification liée aux attentes touchant les taux d'intérêt qui a propulsé les rendements obligataires à la hausse de 100 points de base. Le prix de l'obligation du Trésor à dix ans a culbuté de huit points et les obligations à rendement élevé, de deux points l'été dernier.

Le retrait progressif ayant été amorcé en janvier de cette année, le marché s'interroge maintenant sur la pérennité de la croissance et sur les risques de déflation, et se demande si la Réserve fédérale ne fait pas fausse route. Les rendements des obligations d'État sont donc moins élevés, actuellement, qu'ils ne l'étaient au début de l'année. Des données subséquentes devraient fournir une meilleure indication des tendances économiques, maintenant que les effets de l'hiver rigoureux qu'a connu l'Amérique du Nord se sont dissipés. Il est alors probable que les rendements des bons du Trésor augmenteront, mais pas aussi rapidement ni aussi fortement que l'an dernier. Pour peu que les différentiels des obligations à rendement élevé servent de tampon et se resserrent, les rendements devraient se situer autour de 5 %. Les rendements seront donc beaucoup plus difficiles à obtenir, mais il est permis d'espérer qu'ils dépendront moins de la volatilité à l'échelle mondiale de l'appétit de risque, et plus de l'évaluation rigoureuse des sociétés, de la sélection de titres et du désir d'éviter les défaillances – une situation qui nous plaira. Le taux de défaillance, qui se situe depuis 2010 à des niveaux inférieurs à la moyenne, ne devrait pas augmenter fortement d'ici la prochaine récession, qui devrait survenir dans deux ou trois ans au plus tôt.

Actions privilégiées



John Shaw
*Vice-président, Gestion de portefeuille
et gestionnaire de portefeuille*

Le marché canadien des actions privilégiées a enregistré son premier trimestre positif en un an grâce à la chute des taux d'intérêt et à l'ampleur des rachats. Les taux d'intérêt, qui avaient atteint un sommet en décembre, ont en effet fortement baissé en janvier en raison des préoccupations des investisseurs au sujet de la croissance économique aux États-Unis et au Canada. Les obligations à cinq ans du gouvernement du Canada ont perdu 34 points de base pour fournir un rendement de 1,7 % à la fin du trimestre. L'indice 50 actions privilégiées BMO Nesbitt Burns a enregistré un rendement global de 1,98 % pour le premier trimestre, alors que l'Indice d'actions privilégiées S&P/TSX, plus général et qui suit des obligations de moindre qualité, augmentait de 2,7 %.

Le trimestre a été dominé par les actions privilégiées des banques canadiennes. Celles-ci représentaient 85 % des rachats de 2,3 milliards de dollars enregistrés pendant le trimestre, et des rachats de 2,1 milliards de dollars sont déjà attendus au deuxième trimestre. Nous prévoyons que des rachats additionnels de 2,5 à 3,0 milliards de dollars seront annoncés au cours des prochains trimestres, par suite de la nouvelle réglementation fédérale exigeant le retrait des anciennes émissions et leur remplacement par de nouvelles actions privilégiées pouvant aisément être converties en actions ordinaires, advenant que l'organisme de réglementation l'estime nécessaire pour prévenir une faillite bancaire. Les premières de ces nouvelles obligations constituant des fonds propres d'urgence en cas de non-viabilité ont été émises pendant le trimestre par la Banque Royale, la Banque Nationale et la Canadian Western Bank.

Les émissions et les rachats au premier trimestre étaient plutôt équilibrés, mais les rachats déjà annoncés pour le deuxième trimestre nuiront fortement au marché des actions privilégiées. C'est particulièrement vrai pour les actions privilégiées haut cotées des banques, leurs émissions ne s'étant élevées qu'à environ 50 % des rachats.

La demande étant vigoureuse et l'offre, en baisse, nos perspectives pour le marché des actions privilégiées sont positives, mais par suite du solide rendement au premier trimestre et des attentes de hausses graduelles des taux d'intérêt d'ici la fin de l'année, le rendement global de l'Indice 50 actions privilégiées BMO Nesbitt Burns devrait d'établir dans une fourchette de 1,5 % à 3 % pour le reste de 2014.

Ce commentaire est publié par Placements CI. Il est fourni à titre de source générale d'information et ne doit pas être considéré comme un conseil personnel de placement ou une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat de titres. Tous les efforts ont été déployés pour s'assurer que le document était exact au moment de la publication. Toutefois, CI Investments Inc. ne peut en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité et n'endosse donc aucune responsabilité pour aucune perte découlant de toute utilisation de, ou de la confiance placée en l'information contenue dans le présent commentaire. Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leurs valeurs fluctuent fréquemment et les rendements passés pourraient ne pas se répéter. ®Placements CI et le logo de Placements CI sont des marques déposées de CI Investments Inc. ^{MC}Fonds Signature et Signature Gestion mondiale d'actifs sont des marques de commerce de CI Investments Inc. Publié en mai 2014.



630, boul. René-Lévesque Ouest, Bureau 2900, Montréal (Québec) H3B 1S6 | www.ci.com

Bureau de Montréal
514-875-0090
1-800-268-1602

Toronto
416-364-1145
1-800-268-9374

Calgary
403-205-4396
1-800-776-9027

Vancouver
604-681-3346
1-800-665-6994

Service à la clientèle
Français : 1-800-668-3528
Anglais : 1-800-563-5181

1404-0697_F (05/14)