

# Survol des marchés par Signature

Avril 2015



**SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

## Perspectives mondiales



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

Le premier trimestre a été incroyablement mouvementé, plusieurs tendances à long terme ayant été exacerbées. Après des changements importants dans de nombreuses variables macroéconomiques et politiques, il semble que nous soyons entrés dans une période où les marchés tentent d'atteindre un équilibre plus stable. Une plus grande stabilité économique et politique devrait se traduire par un contexte favorable aux actifs à risque.

### Économie mondiale

Nous croyons que nous nous dirigeons vers une période où la croissance sera synchronisée à l'échelle mondiale, et nous prévoyons que les économies des États-Unis, du Japon et de la zone euro progresseront toutes à un rythme supérieur à leur taux de croissance tendanciel, et ce, pour la première fois depuis la crise. L'Europe et le Japon jouissent d'une reprise économique après avoir connu un ralentissement induit par leurs politiques économiques en 2014, ce qui contredit les prévisions consensuelles. Étant donné la baisse des prix de l'énergie, la dépréciation des monnaies, l'assouplissement des politiques budgétaires et les importants programmes d'assouplissement quantitatif dans la zone euro et au Japon, leurs économies pouvaient difficilement ne pas se redresser. Ces facteurs devraient permettre une croissance modérée pour l'année à venir, mais, nous ne sommes pas convaincus qu'il y aura une reprise à long terme au Japon et en Europe, en raison de problèmes structurels et démographiques. L'amélioration des perspectives économiques a aidé les marchés boursiers de ces régions à enregistrer des gains substantiels au premier trimestre.

Pour ce qui est de l'économie américaine, les données ont encore été plus faibles que prévu au premier trimestre. Cependant, nous pensons que les États-Unis demeurent en voie de connaître une croissance économique de près de 3 % en 2015. Les solides données sur l'emploi, les prix de l'énergie moins élevés et la grande confiance des consommateurs devraient soutenir l'amélioration des données sur la consommation et le logement tout au long de l'année, tandis que les réductions des dépenses d'investissement

dans le secteur de l'énergie représenteront un frein. S'il demeure autour de ses niveaux actuels, le dollar américain plus fort ne devrait avoir qu'une faible incidence sur l'économie américaine, car celle-ci est relativement peu sensible aux fluctuations du commerce extérieur.

### Divergence des politiques monétaires

La divergence des politiques monétaires a été et demeurera un important facteur déterminant des rendements des marchés des actifs. En Europe, l'ampleur du programme d'assouplissement quantitatif annoncé par la Banque centrale européenne a dépassé les attentes, ce qui a entraîné une poursuite de la chute des taux d'intérêt européens. Toutefois, sans la mise en œuvre des dures réformes nécessaires dans la zone euro et au Japon, l'assouplissement quantitatif ne fera que ralentir le déclin de leurs économies.

Pendant ce temps, après avoir mis fin à son programme d'assouplissement quantitatif en 2014, la Réserve fédérale américaine se prépare à commencer à relever les taux d'intérêt. Dans la mesure où l'économie américaine continue de se redresser selon nos attentes, nous prévoyons maintenant que la première hausse de taux d'intérêt aura lieu en septembre. Cette perspective continue à susciter des inquiétudes sur les marchés financiers, mais nous sommes d'avis qu'en l'absence de pressions inflationnistes importantes, la Fed relèvera lentement les taux.

### Marchés de change

La divergence entre la politique monétaire de la Réserve fédérale et celles de ses homologues en Europe et au Japon a eu une forte incidence sur les marchés de change. Nous pensons que le plus gros des ajustements des marchés de change a déjà été effectué, d'ici à ce que de nouvelles données ou d'autres changements de politiques économiques entraînent une réévaluation des tendances.

### Prix du pétrole

Pendant que le marché cherche le prix qui équilibrera l'offre et la demande, nous estimons que ce prix d'équilibre est supérieur au prix actuel de 50 \$ US. Il pourrait être compris entre 60 \$ US et 70 \$ US, mais nous ne devrions pas revoir un prix de 100 \$ US avant de nombreuses années. La faiblesse des prix du pétrole sera clairement une bonne chose pour les consommateurs et aura un effet net positif sur presque toutes les économies développées qui ont tendance à être des importateurs nets de pétrole. Par contre, elle nuira aux producteurs d'énergie et aux sociétés de secteurs connexes. En tant que pays producteur de pétrole, le Canada devrait être l'un des rares pays développés où l'incidence nette sera négative.

## Politiques européennes

Les politiques européennes demeurent l'un des plus importants risques géopolitiques à court terme. D'abord, le risque que la Grèce quitte la zone euro semble plus élevé actuellement qu'à n'importe quel autre moment durant la crise, bien que les risques de contagion soient sans doute beaucoup plus faibles. Ensuite, il est peu probable que les résultats de l'élection au Royaume-Uni en mai contribuent à la stabilité politique et économique.

## Conclusion

Au cours du prochain trimestre, nous prévoyons observer une plus grande stabilité de nombreuses variables économiques, ainsi que l'apparition de données soutenant notre prévision d'une reprise économique mondiale synchronisée. Ce contexte devrait être favorable aux titres de créance de sociétés et permettre à la progression des cours boursiers de se poursuivre.

En ce qui a trait aux actions, après le rattrapage effectué par les marchés européens et japonais, tous les marchés des pays développés sont revenus au haut de leurs fourchettes de valorisation historiques. Les taux d'intérêt se situant à des planchers records à l'échelle mondiale, les actions demeurent attrayantes par rapport à la plupart des autres catégories d'actif. Cela signifie aussi que nous ne prévoyons que de modestes rendements se situant entre 5 % et 10 %, malgré le contexte favorable. Les seuls marchés boursiers où les valorisations demeurent bon marché, tant sur le plan absolu que relatif, sont les marchés émergents. C'est justifié dans le cas de nombreux marchés émergents, mais, en l'absence de valorisations véritablement attrayantes ailleurs dans le monde, nous pourrions assister à un rattrapage semblable à celui survenu en Europe et au Japon. En particulier, nous surveillons de près les réformes des marchés financiers en cours en Chine, qui pourraient avoir de fortes incidences sur les marchés mondiaux. C'est l'une des principales raisons pour lesquelles Signature a ouvert un bureau à Hong Kong plus tôt cette année.

## Marchés émergents



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

Les marchés boursiers émergents ont progressé de 11,8 % au premier trimestre de 2015 en dollars canadiens (selon MSCI). Comme l'an dernier, la plus grande partie de ces gains découle de l'affaiblissement du dollar canadien. En dollars américains, les marchés émergents ont affiché une hausse de 2,3 %, ce qui est légèrement inférieur au rendement de 2,5 % inscrit par les marchés développés au cours du trimestre. Les marchés boursiers émergents ont commencé l'année sans afficher d'orientation claire, aucune des forces opposées ne parvenant à l'emporter. Du côté négatif, la chute des prix du pétrole, la forte baisse des prix du cuivre, la vigueur généralisée du dollar américain et les incertitudes à l'égard de la croissance économique ont miné la confiance des participants aux marchés émergents, mais le déplacement vers le bas de la courbe des taux aux États-Unis a conforté l'opinion selon laquelle le resserrement éventuel de la politique monétaire américaine serait moins nocif que prévu. Même si la confiance des investisseurs s'est raffermie en février, la hausse subséquente des marchés boursiers émergents a été plutôt modeste par rapport aux remontées passées.

Les divergences entre les rendements des marchés des divers pays au premier trimestre ont continué de montrer que les participants aux marchés émergents font preuve de discernement et ont abandonné la croyance selon laquelle « tous les bateaux montent avec la marée », qui dominait dans les premières années qui ont suivi la crise de 2008. Sur le plan régional, l'Asie a gagné 5 % au premier trimestre, les Philippines (10 %), la Chine (8 %) et l'Inde (5 %) affichant les plus fortes hausses. La Malaisie (-2 %) a été le seul marché émergent asiatique à avoir reculé au cours du trimestre. Étant donné que les prix des produits de base ont encore subi des pressions baissières, la sous-performance des marchés boursiers d'Amérique latine n'a pas été surprenante. Parmi les cinq marchés émergents de la région, seul le Chili (0,1 %) est parvenu à afficher un (très faible) gain. Le plus gros marché de la région, le Brésil, s'est replié de 15 %, en raison de la dépréciation de 17 % de la monnaie du pays au cours de la période. Tandis que la plupart des monnaies des pays émergents ont vu leur valeur baisser par rapport au dollar américain, le rouble russe s'est apprécié de 4 % après les fortes baisses de l'an dernier. Certains progrès vers un règlement possible du conflit en Ukraine ont incité des investisseurs à revenir sur les marchés russes pour acheter des actions et des obligations fortement sous-évaluées. Le marché russe (19 %) a été le meilleur marché boursier émergent au premier trimestre, mais il affiche encore une baisse de 25 % sur un an.

Pendant que les investisseurs cherchent à prévoir le moment et le rythme des hausses de taux aux États-Unis, l'importance de la politique monétaire américaine pour les marchés émergents demeure aussi grande qu'avant, sinon plus, étant donné que les économies émergentes ont été les principaux bénéficiaires des

abondantes liquidités qui sont sorties des États-Unis, et qui ont été engendrées par l'assouplissement quantitatif et les taux d'intérêt extrêmement faibles. Même si les actions sont moins directement touchées par les modifications des taux d'intérêt américains, la sensibilité des marchés obligataires et des monnaies des pays émergents à ces modifications rendent les marchés boursiers émergents vulnérables à une forte hausse des taux américains. Étant donné la faiblesse des données économiques américaines, nous continuons de prévoir une hausse seulement graduelle des taux, ce qui devrait être de bon augure pour les actifs des pays émergents pour le reste de l'année. Toutefois, l'incertitude entourant le moment et le rythme des hausses de taux, combinée à la hausse de la volatilité des taux de change, devrait empêcher une forte progression des marchés boursiers émergents. Sur le plan régional, nous continuons de préférer les importateurs de produits de base (Asie) aux exportateurs (Amérique latine).

## Ressources mondiales



Bob Lyon  
*Vice-président principal, Gestion de portefeuille et gestionnaire de portefeuille*

Bien que le redressement du secteur de l'énergie puisse être lent, nous pensons que le pire est passé pour les prix du pétrole et du gaz naturel. Nous surveillons étroitement le prix mondial du pétrole brut. Après la forte chute de ce prix survenue à la fin de 2014, nous prévoyons un redressement se prolongeant jusqu'en 2016. Cette remontée devrait être graduelle, car l'OPEP devrait augmenter sa production et maintenir sa part du marché mondial à mesure que la demande se redressera.

En raison des températures estivales plus chaudes, le prix du gaz naturel devrait aussi se redresser à partir de son faible niveau actuel. Nous prévoyons une hausse de la demande provenant de la production d'électricité, ainsi que des usines industrielles et chimiques principalement alimentées par le gaz naturel. Si le secteur de l'énergie réagit rationnellement aux faibles prix du pétrole et du gaz naturel en réduisant substantiellement le nombre de puits forés en 2015, cela devrait aider à ralentir la croissance de l'offre et favoriser ainsi un redressement des prix à un moment quelconque en 2015-2016.

Les prix des matières premières et de minéraux ont aussi fortement diminué par rapport à leurs derniers sommets, et nous prévoyons qu'ils se stabiliseront d'ici la fin de l'année. Les nouvelles livraisons de minerai de fer que nous avons prévues sont maintenant arrivées sur le marché et ont eu une incidence négative sur le prix du produit de base. Nous pensons que le prix du minerai de fer atteindra un creux au second semestre de 2015, ce qui pourrait créer un moment opportun pour investir dans des actions liées à ce produit.

Le potentiel de hausse du prix du cuivre pourrait être limité à court terme, car la faible croissance économique et l'entrée en service de nouvelles mines se combineront pour garder le prix de ce produit de base à l'intérieur d'une étroite fourchette. À moyen et à long terme, l'offre de cuivre nous paraît mieux contenue sur le plan structurel, ce qui devrait aider à maintenir le prix à des niveaux requis pour susciter une nouvelle production. Par contre, les marchés du charbon demeurent handicapés par une offre mondiale abondante. Si la demande est restreinte par de nouvelles initiatives climatiques, cela pourrait entraîner une contraction structurelle à long terme des marchés du charbon.

## Services de télécommunications et technologies de l'information



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

Alors qu'en 2014, les actions technologiques à forte capitalisation ont surpassé l'ensemble du marché à la faveur de l'amélioration du contexte commercial et d'une augmentation correspondante des ratios cours/bénéfices, la situation devrait être plus contrastée en 2015. Des domaines qui ont connu une bonne période, comme celui des ordinateurs personnels, qui a profité du cycle de renouvellement des produits des entreprises, font maintenant face à une conjoncture moins favorable, en raison d'une modération de la demande. Cela influe sur les résultats de nombreuses sociétés appartenant aux segments des semi-conducteurs et du matériel informatique.

La vigueur du dollar américain nuit aussi au contexte commercial, car les prix des produits informatiques, qui sont habituellement fixés en dollars américains, sont soudainement plus chers en monnaie locale. Bien que nous ayons observé des effets de change seulement dans les conversions comptables au premier trimestre, nous nous attendons à une diminution de la demande au deuxième trimestre, car les sociétés faisant partie de la chaîne d'approvisionnement de produits informatiques détermineront alors comment les prix seront rajustés et quelles sociétés absorberont l'incidence sur les marges bénéficiaires. Toutefois, l'Europe connaît une situation inverse, ce qui favorise nos placements dans cette région.

À part ces facteurs macroéconomiques, le secteur technologique nous paraît encore relativement intéressant à long terme.

Apple lance sa très attendue iWatch, ce qui signale l'arrivée d'une nouvelle catégorie de produits technologiques – les ordinateurs corporels – qui pourrait élargir le marché des produits électroniques grand public au-delà des téléphones intelligents et des ordinateurs personnels.

Les activités de fusion se sont intensifiées dans un contexte de faibles coûts d'emprunt, et des ententes ont été bien accueillies par le marché à la fois pour la société cible et la société acheteuse, d'après des projections pro forma très relatives de l'entreprise combinée. Nous avons observé cette dynamique à l'égard de notre placement dans NXP Semiconductors lorsque le marché a réagi à sa fusion projetée avec Freescale Semiconductor. D'autres activités de fusion sont attendues.

Bien que les investisseurs se méfient des ratios boursiers élevés qui existent actuellement sur le marché américain, les valorisations boursières dans le secteur technologique sont encore inférieures à la moyenne du marché et sont donc attrayantes. Toutefois, nous ne pouvons pas dire la même chose pour les placements dans les sociétés technologiques fermées, dont les niveaux des valorisations nous préoccupent de plus en plus. Ce problème se manifeste par des premiers appels publics à l'épargne moins intéressants.

Nous sommes assez optimistes à l'égard des actions du secteur des services de télécommunications, à l'exception de celles du Canada. Les taux des obligations d'État sont maintenant négatifs dans de nombreux pays, ce qui rend attrayants les rendements en dividende à un chiffre de leurs sociétés de télécommunications. Les écarts entre les deux sont élevés sur le plan historique et sont très attrayants pour les investisseurs axés sur les revenus. Les valorisations augmentent, comme le montrent les récentes entrées en bourse de sociétés de télécommunications, comme Sunrise en Suisse, et la demande des investisseurs est forte. Au Canada, toutefois, la demande est restreinte par la menace d'une réglementation des frais d'itinérance, et ce, malgré la récente réduction de taux par la Banque du Canada.

Bien que nos perspectives soient contrastées, nous demeurons très emballés par les possibilités de croissance à long terme découlant du déploiement de la connectivité Internet dans le monde et des occasions suscitées par la multiplication des nouvelles applications de la technologie Internet dans les secteurs automobile, médical et financier, ainsi que dans le secteur du commerce au détail.

## Biens de consommation



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

Les indices américains des biens de consommation discrétionnaire et des biens de consommation de base ont respectivement inscrit des rendements supérieurs de 394 points de base et de 403 points de base à celui de l'indice général S&P 500 au premier trimestre de 2015. Le rendement supérieur de l'indice des biens de consommation discrétionnaire s'explique par l'amélioration de la conjoncture économique pour les dépenses discrétionnaires, étant donné la diminution des prix de l'essence, la création continue d'emplois et la faiblesse de l'inflation des prix des aliments. Les tendances des ventes en magasin se sont raffermies l'an dernier, en raison d'une amélioration des stocks, d'une diminution des rabais et d'une remontée depuis les faibles niveaux enregistrés lors de l'hiver rigoureux de l'an dernier. Nous prévoyons que le secteur américain des biens de consommation discrétionnaire poursuivra sa progression au deuxième trimestre, à la faveur d'une facilitation de l'accès au crédit pour les acheteurs immobiliers, d'une robuste création d'emplois, d'une augmentation de la confiance des consommateurs et des plus faibles coûts de l'énergie.

Au Canada, après un faible quatrième trimestre, les ventes au détail ont diminué de 1,7 % entre décembre 2014 et janvier 2015. Nous sommes encore très prudents à l'égard des actions canadiennes des secteurs de la consommation, qui nous paraissent évaluées à leur juste valeur. Les dépenses discrétionnaires des Canadiens devraient demeurer sous pression d'ici la fin de l'année, en raison des niveaux élevés d'endettement, du ralentissement de l'activité immobilière et de la hausse du taux de chômage dans l'Ouest du pays.

En Europe, la confiance des consommateurs s'est légèrement améliorée, grâce aux mesures de relance monétaires des banques centrales ainsi qu'à la diminution des prix de l'essence et des taux de chômage, qui ont amélioré les tendances des ventes au détail. Les ventes au détail ont été les plus robustes au Royaume-Uni, en Italie, en Espagne et en Allemagne, tandis qu'elles sont demeurées faibles en France et en Scandinavie. D'ici la fin de l'année, nous continuerons de favoriser les détaillants axés sur leur marché local, principalement au Royaume-Uni, en Italie, en Espagne et en Allemagne, ainsi que les sociétés mondiales diversifiées sur le plan géographique.

En Europe de l'Est, les ventes au détail ont continué de fléchir au cours du trimestre, surtout en Pologne et en Russie. La Russie est demeurée aux prises avec une inflation élevée en raison de la dépréciation du rouble et de l'interdiction des importations d'aliments des pays occidentaux. Nous continuons d'éviter la région à cause de la faible confiance des consommateurs, des valorisations élevées, de la forte inflation et de l'instabilité politique.

Les données fondamentales de la consommation en Amérique latine sont demeurées faibles au premier trimestre, surtout au Brésil, où le chômage a augmenté et où la dépréciation de la monnaie, l'inflation accrue et les taux d'intérêt élevés devraient continuer de limiter les dépenses discrétionnaires. Nous percevons des possibilités d'amélioration dans les secteurs de la consommation de la région des Andes, à la faveur d'une stabilité économique au Mexique, au Chili et au Pérou. À long terme, les consommateurs de ces régions devraient continuer de profiter d'une expansion de la classe moyenne et d'un contexte inflationniste stable.

En Chine, les célébrations du Nouvel An n'ont pas réussi à raffermir les ventes au détail, qui ont aussi souffert de la faiblesse de la confiance des consommateurs et de l'activité immobilière, surtout dans les villes de deuxième et de troisième rangs. Bien que la consommation de base croisse à un rythme normal en raison de la faible inflation des prix des aliments, les dépenses discrétionnaires devraient demeurer sous pression au premier semestre de l'année. À long terme, nous demeurons optimistes étant donné les niveaux élevés du taux d'épargne et du revenu disponible.

En Asie du Sud-Est, les ventes au détail sont demeurées faibles en Thaïlande et au Vietnam, tandis qu'elles se sont légèrement redressées en Indonésie. Les changements politiques en Indonésie et en Inde continuent de stimuler la confiance et les dépenses des consommateurs. Nous prévoyons que cette tendance se poursuivra et demeurons optimistes à long terme, car la classe moyenne continue de croître.

Nous continuons de favoriser les secteurs qui sont soutenus par des données fondamentales durables, des marques mondiales solides, des flux de trésorerie disponibles abondants et des remboursements de capitaux aux actionnaires effectués surtout au moyen de rachats d'actions et d'augmentations de dividendes.

## Services financiers



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

Nous avons cru pendant quelques années que les dividendes des grandes banques américaines pourraient augmenter très fortement à partir des niveaux extrêmement réduits où ils se situaient en 2010 et que les valorisations de ces banques se normaliseraient à mesure que les dividendes augmenteraient. La croissance des dividendes a été moins forte que ce que nous avions prévu initialement, du fait que les organismes de réglementation ont découragé les ratios de distribution supérieurs à 30 % et que les contraintes réglementaires en matière de capital continuent de se resserrer. Toutefois, les ratios de distribution totaux (la somme des rachats d'actions et des dividendes, en pourcentage du bénéfice) devraient dépasser 60 % en 2015. La Réserve fédérale américaine semble plus à l'aise avec les rachats d'actions que les dividendes, car ces derniers sont considérés comme étant moins faciles à freiner en période de crise.

Nous pensons qu'il est important que les investisseurs reconnaissent que ces dividendes plus modestes signifient un plus faible risque lorsqu'ils évaluent l'attrait du secteur. Les tests de résistance ainsi que le processus d'analyse et d'examen complet du capital, prévus par la loi Dodd-Frank, sont devenus les contraintes en matière de capital que les 30 plus grandes banques américaines doivent respecter. Ces exercices permettent conjointement d'assurer que les grandes banques américaines établissent leurs dividendes à des niveaux qui, de façon prudente, pourraient être maintenus tout au long d'une crise financière majeure. Les coussins de fonds propres plus élevés et les ratios dividendes/bénéfice approuvés par les tests de résistance justifieraient des primes de risque plus faibles à l'égard des modestes rendements en dividendes.

La forte croissance des dividendes des banques américaines continue de soutenir les valorisations boursières et devrait aider les sociétés financières à retrouver une place plus importante dans les mandats d'actions à dividendes. Les dividendes des banques américaines devraient totaliser plus de 25 milliards de dollars américains en 2015 et autour de 30 milliards en 2016. Cela représenterait une croissance des dividendes très intéressante, parallèlement à la normalisation des ratios de distribution des grandes banques.

## Obligations à haut rendement



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

Heureusement, le premier trimestre de 2015 a été moins stressant que les derniers mois de 2014, bien qu'il n'ait pas été monotone, puisque la volatilité a persisté, surtout sur les marchés des titres du Trésor américains et les marchés de change mondiaux. Dans le cas des gestionnaires de titres de créance non gouvernementaux pour qui un bon dénouement (mais aussi le dénouement attendu) est de récupérer son argent à l'échéance d'une obligation, la monotonie est une bonne chose. Une demande continue pour les obligations d'État à long terme et la force du dollar américain sont demeurées des thèmes importants au premier trimestre, mais le marché des obligations à haut rendement a commencé à montrer certains signes de résilience. Au cours des 12 derniers mois, les écarts de taux des obligations à haut rendement se sont élargis d'environ 100 points de base et leurs cours ont diminué d'environ 4,5 points, en moyenne. Cela soulève la question à savoir si l'élargissement des écarts de taux est attribuable à des inquiétudes à l'égard de données fondamentales ou à des facteurs techniques. Autrement dit, est-ce que l'économie américaine est en train de se diriger vers une récession sans les effets expansionnistes de l'assouplissement quantitatif ou si les investisseurs s'inquiètent exagérément des effets du relèvement éventuel des taux par la Réserve fédérale américaine sur les marchés des titres à revenu fixe? La situation survenue vers le milieu de l'année 2013 fournit une bonne analogie ici. Lorsque Ben Bernanke, le président de la Fed, a parlé pour la première fois de réduire graduellement le programme d'assouplissement quantitatif, les taux et les écarts de taux ont augmenté très rapidement sur les marchés du crédit. Les écarts de taux des obligations à haut rendement se sont élargis de 105 points de base en l'espace de sept semaines, pendant que les taux obligataires augmentaient de près de 1,8 % en moyenne. Étant donné que nous prévoyons que la Fed relèvera les taux d'intérêt à un moment quelconque au second semestre de 2015 et selon la prémisse voulant que « le marché n'aime pas les surprises », les niveaux actuels des écarts de taux nous semblent trop élevés. Du point de vue fondamental, la conjoncture économique, surtout aux États-Unis, est meilleure qu'il y a 12 mois, étant donné en particulier la vigueur du secteur américain de la consommation.

Il semble que les marchés du crédit soient en voie d'effacer l'élargissement des écarts de taux qui est survenu au second semestre de 2014 et qui serait attribuable à trois facteurs liés entre eux. Selon nos estimations, le tiers de cette hausse était lié aux craintes de déflation à l'échelle mondiale signalées par la vigueur des titres du Trésor américain, la faiblesse des prix des produits de base et la volatilité des taux de change qui a coïncidé avec la fin du troisième programme d'assouplissement quantitatif des États-Unis en septembre. Un autre tiers était directement lié au secteur de l'énergie, à l'égard duquel les investisseurs ont réagi de façon excessive. Les émetteurs de ce secteur ont déjà fortement

rétabli leur bilan, en élargissant leurs sources de liquidités, et en réduisant leurs dividendes et leurs dépenses. Néanmoins, nous prévoyons que les défaillances augmenteront légèrement en 2016, à moins que le prix du pétrole revienne au-dessus de 60 \$ US. Le dernier tiers était dû à des facteurs techniques, à savoir une fatigue des investisseurs et des rachats. Les fonds communs de titres à haut rendement ont connu des rachats records en 2014, mais il semble que ce facteur négatif soit maintenant chose du passé. Il est important de noter que chacun de ces facteurs peut s'inverser avec la publication de bonnes données économiques et l'augmentation de la confiance dans la persistance d'une modeste croissance de l'économie américaine.

Le programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne devrait aider à atténuer les risques d'événements extrêmes en Europe durant un certain temps, y compris une défaillance de la Grèce et sa sortie de l'Union européenne. Bien que les politiques monétaires de l'Europe et du Japon puissent offrir une protection contre ces risques d'événements extrêmes, elles ont d'autres effets. La moitié du marché européen des obligations d'État offre actuellement des taux négatifs. Les taux des obligations européennes à haut rendement se situent en moyenne à moins de 4 % et les écarts de taux représentent plus de la totalité des taux. Les obligations américaines à haut rendement offrent une meilleure valeur relative, puisque leurs taux se situent en moyenne à 6 %, et que les perspectives de croissance et la qualité du crédit des sociétés américaines sont meilleures. Les investisseurs mondiaux devraient réagir à cette différence entre les taux. Par conséquent, comme nous l'avons déjà dit, les obligations à haut rendement sont beaucoup plus intéressantes que l'an dernier et presque bon marché, et nous pensons qu'une modeste diminution des écarts de taux vers leurs moyennes historiques pourrait se traduire par des rendements compris entre 5 % et 10 % pour les 12 prochains mois.

## Taux d'intérêt



Kamyar Hazaveh  
*Vice-président, Gestion de portefeuille  
et gestionnaire de portefeuille*

### **Le marché des titres à revenu fixe se comporte comme en fin de cycle économique**

La croissance de l'économie mondiale continue de ralentir. Il existe cependant des divergences entre les régions, puisque l'Europe et le Japon connaissent des hausses cycliques stimulées par des mesures de relance monétaires et budgétaires, tandis que des ralentissements sont survenus en Chine et aux États-Unis. Même si l'on prévoit généralement une poursuite de l'expansion aux États-Unis, le marché des titres à revenu fixe se comporte comme si l'économie était en fin de cycle. Les bonnes nouvelles économiques ont entraîné une dépréciation des obligations à court terme et une appréciation des obligations à long terme. Les écarts de taux ne sont pas parvenus à atteindre de nouveaux creux depuis l'an dernier. Cela est conforme au comportement habituel du marché des titres à revenu fixe dans les dernières étapes du cycle économique.

En Europe, le programme d'assouplissement quantitatif a poussé les taux à long terme à des creux historiques. Les obligations européennes à long terme ont été la meilleure catégorie d'actif au premier trimestre. L'insuffisance des nouvelles émissions et l'exclusion des obligations qui rapportent moins que le taux des dépôts en Europe signifient que la Banque centrale européenne doit acheter des obligations à long terme pour atteindre le montant d'achats mensuel qu'elle s'est fixé.

La chute des prix des produits de base devrait conduire à une faiblesse marquée de l'activité économique dans les provinces productrices de pétrole et, par conséquent, dans l'ensemble du Canada. Dans ce contexte, la décision de la Banque du Canada de réduire les taux d'intérêt en janvier était prudente. La banque centrale n'a pas répondu aux attentes d'autres réductions de taux par le marché, affirmant qu'elle devait évaluer l'incidence de la baisse de taux de janvier.

Au premier trimestre, le taux des obligations à 10 ans du gouvernement du Canada a diminué de 0,65 %. Par comparaison, les taux des obligations d'État à 10 ans aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Allemagne, en Espagne et en Australie ont baissé de 0,25 %, 0,15 %, 0,38 %, 0,42 % et 0,50 %, respectivement. Les obligations à long terme ont continué de rapporter davantage et les courbes de taux se sont aplaties à l'échelle mondiale.

### **Investir dans un monde illiquide où les participants aux marchés attendent la perfection**

Deux phénomènes se produisent en même temps sur les marchés mondiaux. Les taux d'intérêt atteignent de nouveaux creux dans le monde en raison de mesures monétaires énergiques et non traditionnelles, qui ont poussé les cours de tous les actifs financiers au-delà de leur juste valeur, et de beaucoup dans certains cas.

En même temps, les incidences de la réglementation bancaire mise en place depuis la crise financière deviennent très visibles. Les sociétés de courtage ont réduit leurs bilans pour se conformer à la loi Dodd-Frank.

Des amortisseurs de chocs ont ainsi été éliminés dans le système monétaire, ce qui a permis de brusques fluctuations des marchés. Le 15 octobre 2014, le taux des obligations à 10 ans du Trésor américain émises le plus récemment a diminué de 0,30 % en cours de séance, ce qui représente une forte volatilité pour ce marché qui est le plus liquide de la planète. Le 18 mars 2015, le taux de change entre l'euro et le dollar américain a fluctué de 4 % en cours de séance après l'annonce de la décision de la Réserve fédérale concernant sa politique monétaire. La liquidité des titres à revenu fixe et des devises s'est donc fortement détériorée.

Dans ce contexte, il est crucial de construire des portefeuilles bien diversifiés en ce qui a trait à la durée, à la courbe des taux, à la qualité du crédit et aux monnaies. Contrairement aux dernières années où l'évolution des écarts de taux masquait les déficiences dans la construction des portefeuilles touchant la durée et la courbe des taux, la durée et le positionnement sur la courbe des taux joueront un rôle dominant dans le rendement relatif. Nos portefeuilles continuent de surpondérer les obligations de sociétés afin de percevoir des revenus plus élevés, mais, comme le cycle est bien avancé et que la liquidité est médiocre, nous utilisons la durée pour nous protéger contre des événements affectant la liquidité.

## Change



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

La vigueur généralisée du dollar américain s'est poursuivie au premier trimestre. Il s'est apprécié par rapport à toutes les monnaies importantes, sauf le franc suisse. Après avoir empêché le franc suisse de s'apprécier en deçà de 1,20 pour un euro durant presque trois ans et demi, la banque centrale suisse a surpris le marché en janvier en annonçant la fin de cette politique. La monnaie suisse s'est appréciée de plus de 20 % le jour de la décision et, à la fin de mars, elle affichait encore une hausse de 15 % par rapport à l'euro depuis le début de l'année.

La banque suisse a pris cette mesure radicale en anticipation de la décision de la Banque centrale européenne (BCE) de commencer à acheter officiellement des obligations d'État (assouplissement quantitatif). Cette décision de la BCE a été annoncée le 22 janvier. La décision et l'anticipation de la décision ont déclenché une nouvelle série de réductions de taux dans le monde, les banques centrales tentant de prévenir une appréciation importante de leurs monnaies respectives. Non seulement plusieurs pays voisins de la zone euro ont réduit leurs taux d'intérêt de façon inattendue (Danemark, Suède et Suisse), mais de nombreux pays émergents ont aussi participé à cette avalanche de réductions de taux surprises dans le contexte d'une diminution des craintes d'un déclin de l'inflation ou d'une déflation. Pas moins de 12 banques centrales de pays émergents ont réduit leurs taux directeurs au premier trimestre, et la plupart de ces décisions ont surpris les investisseurs. En conséquence, la volatilité des taux de change a bondi dans ce qui paraissait être une guerre de monnaies entre banques centrales. Même la Banque du Canada a réduit les taux de 25 points de base dans une décision surprise en janvier que la banque centrale a décrite comme une assurance contre les risques à la baisse pesant sur l'inflation et la stabilité financière après la chute des prix du pétrole.

L'euro, qui a terminé le trimestre en baisse de 11 % par rapport au dollar américain, a été la monnaie du monde développé qui s'est la plus dépréciée, suivie de la couronne suédoise et du dollar canadien (-8 %). Pour ce qui est des monnaies des pays émergents, le réal brésilien a été la seule monnaie qui a reculé par rapport à l'euro, puisqu'il s'est déprécié de 17 % par rapport au dollar américain. La plupart des autres monnaies des pays émergents ont enregistré une baisse comprise entre 2 % et 10 % par rapport au dollar américain. La seule exception a été le rouble russe (+4 %), qui avait connu une année 2014 désastreuse (-46 %).



En ce début de deuxième trimestre, le moment et le rythme des hausses de taux d'intérêt aux États-Unis seront cruciaux pour déterminer si les tendances des monnaies se stabiliseront ou si le dollar poursuivra son ascension. Nous prévoyons que l'étroite corrélation entre les prix du pétrole et le dollar canadien s'atténuera au fil du temps et que les différentiels de taux d'intérêt deviendront encore plus importants dans l'établissement de la valeur du dollar canadien par rapport au dollar américain. Étant donné sa forte dépréciation au premier trimestre, nous avons bon espoir que le dollar canadien trouve une certaine stabilité à court terme, bien qu'un autre recul à moyen terme ne puisse être exclu.

## Actions privilégiées



John Shaw

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

Le marché canadien des actions privilégiées a connu un trimestre très difficile, du fait que les craintes que la durée des actions privilégiées à taux révisable soit prolongée au-delà de leur première date de rachat prévue se sont transformées en ventes de panique d'investisseurs de détail. Toutes les actions privilégiées ont une durée perpétuelle, mais de nombreux investisseurs ont toujours cru que leurs actions privilégiées à taux révisable seraient rachetées à leur première date de rachat. Lorsqu'un émetteur choisit de ne pas racheter une émission et de prolonger leur durée à un taux de dividende inférieur, cela pose un risque pour leurs porteurs. La réduction de taux de 25 points de base par la Banque du Canada au premier trimestre, qui se voulait une assurance contre les effets de la chute des prix du pétrole sur l'économie canadienne, a accru ce risque. Le taux des obligations à cinq ans du gouvernement du Canada a plongé de 65 points de base pour s'établir à 0,75 %, mais d'autres actifs à risque ont procuré de bien meilleurs rendements, puisque les écarts de taux se sont resserrés et les marchés boursiers ont progressé au Canada et aux États-Unis.

L'indice des actions privilégiées BMO 50 a inscrit un rendement global de -4,81 % au premier trimestre, ce qui est son pire rendement depuis l'automne 2008, tandis que l'indice des actions privilégiées S&P/TSX, qui est plus large, a affiché un rendement de -4,87 %. Les actions privilégiées perpétuelles ont affiché le rendement le plus solide, soit 0,87 %, tandis que les actions privilégiées à taux variable ont inscrit un rendement de -10,95 %, en raison de la réduction de taux de la Banque du Canada. Les actions privilégiées à taux révisable ont affiché une perte de 7,40 %.

Les rachats ont totalisé 950 millions de dollars et d'autres rachats de 580 millions de dollars ont déjà été annoncés pour le deuxième trimestre. Les émissions ont augmenté à 2,78 milliards de dollars pour 10 émissions, la Banque Royale dominant avec deux émissions totalisant 900 millions de dollars. Les nouveaux titres émis étaient tous des actions à taux révisable assorties d'écarts de révision beaucoup plus élevés que ceux des titres existants du même émetteur. Ces nouvelles émissions n'ont fait qu'accroître les ventes, car les anciennes actions privilégiées assorties d'écarts de révision plus faibles paraissaient plus chères que les nouvelles.

Nous faisons preuve de prudence à l'égard du marché des actions privilégiées au début de 2015, la pondération des actions privilégiées dans le Fonds de dividendes Signature se situant au bas de sa fourchette. Cependant, nous ne pensions pas que le marché reculerait à ce point. Nous estimons que le marché est actuellement évalué à sa juste valeur et offre des prix d'achat intéressants. Nous prévoyions au début de l'année un rendement compris entre 3 % et 4,5 % pour le marché des actions privilégiées en 2015, mais nous entrevoyons maintenant un rendement nul, en raison des ventes massives survenues au premier trimestre.

## Déclarations prospectives

Certains points de vue fournis dans le présent document, dont des perspectives commerciales et financières, peuvent être de nature prospective et refléter les attentes de la direction en ce qui concerne leurs plans et intentions futurs, la croissance, les résultats d'exploitation, le rendement, et les perspectives et occasions commerciales. Des mots tels que « peut », « sera », « devrait », « pourrait », « anticiper », « prévoir », « envisager », « planifier », « potentiel » et « continuer », et d'autres expressions semblables ont été utilisées afin de qualifier ces déclarations prospectives. Ces points de vue reflètent les convictions de la direction et sont basés sur les renseignements qui sont actuellement disponibles. Les déclarations prospectives impliquent des risques considérables et des incertitudes. Un certain nombre de facteurs pourraient produire des résultats très différents des résultats formulés dans les déclarations prospectives, notamment les changements dans les conjonctures économiques et des marchés, et d'autres risques. Même si les déclarations prospectives aux présentes sont basées sur ce que la direction croit être des hypothèses raisonnables, nous ne pouvons assurer des résultats correspondants à ces déclarations prospectives. Le lecteur ne doit pas se fier excessivement aux déclarations prospectives. Ces déclarations prospectives sont formulées en date des présentes et nous ne sommes nullement dans l'obligation de les mettre à jour ou de les réviser afin qu'ils tiennent compte de nouveaux événements ou circonstances.

Le présent 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 de commerce déposées de CI Investments Inc. <sup>MC</sup>Signature Gestion mondiale d'actifs est une marque de commerce de CI Investments Inc. Publié en avril 2015.



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