

Survol des marchés par Signature

Janvier 2015



SIGNATURE
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

Perspectives mondiales



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

Tempête de boulettes géantes

Un certain nombre d'influences pertinentes pour les économies et les marchés mondiaux devraient faire de 2015 une année à la fois intéressante et pleine de défis pour les investisseurs. L'économie américaine, qui a enregistré une croissance de 5,0 % au troisième trimestre, bénéficie actuellement d'un fort élan, et cet élan devrait soutenir l'accélération continue de la croissance mondiale en 2015. Les États-Unis, ayant redressé un certain nombre de déséquilibres, ont non seulement survécu à la crise, leur économie est maintenant la plus concurrentielle, dynamique et souple de toutes les principales économies de la planète.

Même l'Europe et le Japon, qui ont connu une année 2014 désastreuse, devraient voir leur croissance s'accélérer en dépit d'une longue liste de problèmes structurels non réglés. Ni l'une ni l'autre n'est engagée dans la voie d'une croissance durable, et toutes deux pourraient éprouver de graves problèmes économiques et sociaux si leurs dirigeants ne se montrent pas plus disposés à résoudre les défis structurels. À l'entame de la nouvelle année, les deux économies seront soutenues, sans plus, par une politique monétaire encourageante, une politique budgétaire souple, de même que l'affaiblissement de la monnaie et des prix du pétrole.

Si je devais choisir un titre de film pour représenter mes attentes pour 2015, ce serait « Tempête de boulettes géantes » (*Sunny with a Chance of Meatballs*). Le contexte économique est constructif, dans l'ensemble, mais un certain nombre de « boulettes » pourraient mettre en péril la réalisation des projections optimistes. D'abord et avant tout, il y a des risques de contagion issus de la récente et très rapide chute des prix du pétrole. Le pétrole meilleur marché est indubitablement une bonne chose pour les consommateurs, mais il est impossible que la contraction de 50 % du prix d'un produit de base aussi essentiel n'ait aucune répercussion négative sur les économies et les marchés mondiaux.

Le deuxième défi provient de la zone euro, où les politiques continueront d'entraver toute reprise économique durable. Deux facteurs de risque particuliers : 1) les relations entre la Banque centrale européenne (BCE) et l'Allemagne en ce qui a trait à la

mise en œuvre de politiques monétaires et budgétaires de soutien, et 2) la montée de partis politiques opposés à l'euro.

Enfin, il y a l'incertitude touchant les hausses de taux attendues de la Réserve fédérale américaine. Autres facteurs de stress potentiels : 1) les perturbations au Moyen-Orient; 2) les réformes et le rééquilibrage en Chine; 3) la perte de confiance possible dans la stabilité budgétaire du Japon; et 4) les effets de domino de la hausse du dollar américain.

L'année devrait toutefois s'avérer bonne pour les investisseurs si l'économie mondiale surmonte ces défis et la volatilité qu'ils susciteront. L'économie et les marchés mondiaux poursuivant leur retour à la normale, les taux d'intérêt, notamment aux États-Unis, devraient amorcer une hausse pour s'approcher du sommet de 3 % atteint l'an dernier par les bons du Trésor américain à dix ans. La vigueur de l'économie américaine justifierait, en principe, une hausse encore plus forte, mais l'impossibilité d'isoler pleinement les taux américains des effets des tendances déflationnistes mondiales et de l'agressivité des politiques monétaires européennes et japonaises ne le permettra pas. Nous prévoyons que la Réserve fédérale haussera ses taux du financement à un jour à deux ou trois reprises en 2015, mais nous croyons aussi que les taux à long terme demeureront stables. Par conséquent, nous nous attendons non aux rendements fortement positifs de 2014, mais plutôt à des rendements nuls ou même légèrement négatifs de la part des obligations d'État. Et compte tenu d'une hausse tout au plus modérée des taux et de la vigueur économique, les obligations de sociétés devraient fournir de modestes rendements de 2 à 5 %, les obligations à rendement élevé se situant à la borne supérieure de cette fourchette. Les écarts dans le secteur à rendement élevé s'étant accentués en décembre, il y aura place à un resserrement des écarts en 2015.

Nous croyons que ce sont les actions qui se démarqueront cette année encore et que nous pouvons nous attendre à un rendement boursier de 8 à 10 %, en supposant une croissance d'environ 8 % des BPA, un rendement en dividendes de 2 % et des valorisations boursières inchangées. L'année s'amorce avec un coefficient c/b mondial prévisionnel de près de 15, les États-Unis étant en tête avec un multiple d'un peu plus de 16. Ces niveaux sont près de la borne supérieure des récentes fourchettes historiques, mais sont relativement bon marché comparativement à la structure de taux d'intérêt actuelle. En d'autres mots, la prime de risque demeure élevée. Nous ne prévoyons pas une expansion des valorisations alors qu'un cycle de resserrement des taux est sur le point de s'amorcer, mais il est possible que les investisseurs à la recherche de rendements provoquent une hausse des valorisations en réaction à la faiblesse des taux d'intérêt. Il est toutefois peu probable que les coefficients c/b se contractent fortement tant que

la reprise économique mondiale demeurera sur la bonne voie.

Voilà donc notre thèse de base pour 2015, mais nous sommes loin d'être persuadés que ces prévisions optimistes se réaliseront sans heurts. Il est probable, en effet, que la forte volatilité actuelle persistera. Nous avons amorcé l'année en position défensive, ayant augmenté nos espèces et abaissé notre pondération des actions en septembre dernier. De plus, nous sous-pondérons de façon importante les secteurs de l'énergie et des matériaux. Dans l'ensemble, une volatilité plus élevée et une liquidité réduite dans les marchés devraient permettre à nos gestionnaires de portefeuilles de profiter de dégagements périodiques.

Marchés émergents



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

Les actions des marchés émergents étaient en hausse de plus de 7 % en 2014, en dollars canadiens. Cependant, ce gain découlait de la faiblesse du dollar canadien. En dollars américains, le tableau était très différent, car la force généralisée du dollar américain a miné les rendements favorables sur les marchés locaux. Après une reprise de 21 % en dollars américains pour les actions des marchés émergents entre février et le début de septembre, le reste de l'année s'est avéré très difficile et les actions ont perdu presque tous leurs gains. La reprise temporaire à la fin de décembre ne pouvait pas prévenir une autre mauvaise année pour les actions des marchés émergents, et l'indice général MSCI marchés émergents a clôturé l'année en baisse de 1,8 %, en dollars américains. Pour les 9,5 premiers mois de l'année, les actions des marchés émergents ont affiché un rendement qui correspondait en grande partie à celui de leurs pairs des marchés développés, mais ont beaucoup moins bien fait au cours des 2,5 derniers mois de l'année.

De nombreux facteurs ont pesé sur le rendement au cours des derniers mois de l'année. L'accroissement de la volatilité des taux de change a ébranlé les actifs cycliques, y compris les actions des marchés émergents, tout comme la hausse générale du dollar américain. Le fléchissement des prix des produits de base, des métaux de base aux métaux précieux, en passant par l'énergie, a également pesé lourdement, surtout sur les régions et pays producteurs de produits de base. L'Amérique latine et l'Europe de l'Est ont enregistré d'importantes pertes au quatrième trimestre, le Brésil (-14 %), le Venezuela (-20 %), la Hongrie (-27 %) et la Russie (-47 %) ayant subi les reculs les plus importants. Les consommateurs de produits de base s'en sont beaucoup mieux tirés, et la Turquie, la Chine, l'Inde, Taïwan, la Thaïlande et les Philippines ont toutes enregistré de solides résultats positifs.

Malgré un rendement global décevant des actions des marchés émergents au quatrième trimestre, l'écart marqué des résultats d'un pays à l'autre souligne la nature diversifiée de ce groupe de 25 pays. Cette hétérogénéité est encore plus évidente sur l'ensemble de l'année. Huit pays ont enregistré des pertes de plus de 10 % en dollars américains, tandis que huit pays ont enregistré, eux, des gains de plus de 10 %. La compréhension de ces différences devient de plus en plus importante pour le rendement général et la gestion d'un portefeuille de titres des marchés émergents. Dans un contexte d'augmentation des taux d'intérêt aux États-Unis, de hausse du dollar américain et de faibles prix des produits de base, ces différences s'accroîtront. Les producteurs d'énergie latino-américains sont devant une année 2015 difficile, la Russie affronte une récession généralisée et l'Afrique du Sud devra s'attaquer à des problèmes structurels profonds. En Asie, à l'exception de la Malaisie et de la Chine, 2015 pourrait être une année de croissance décente, sinon meilleure que 2014. Les réformes des sociétés d'État en Chine et la poursuite de l'ouverture des marchés boursiers intérieurs doivent également être surveillées étroitement en 2015. Du point de vue des secteurs et de la répartition des

actifs, le portefeuille des marchés émergents de Signature commence l'année avec un niveau de liquidités supérieur à la normale et une sous-pondération des produits de base.

Automobiles, aéronautique et services aux collectivités



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

Automobiles

Le secteur automobile s'annonce un peu moins haussier en général qu'en 2014. Certains titres pourraient cependant surclasser les autres. Nous nous attendons à ce que les marchés qui ont crû en 2014 (Amérique du Nord, Europe et Chine) continueront de le faire, mais à un rythme décroissant, tandis que les points chauds (Russie et Brésil) resteront en territoire négatif. L'Inde et la Thaïlande pourraient surprendre à la hausse, mais elles ne représentent ensemble que moins de cinq millions d'unités.

Dans ce contexte, nous estimons que les constructeurs automobiles connaissant un taux élevé de lancement de nouveaux produits surclasseront les autres. Les fournisseurs pourraient continuer de bien faire si leurs portefeuilles comprennent les produits nécessaires pour répondre aux normes sans cesse plus rigoureuses sur les émissions. Nous prévoyons que la croissance des ventes de véhicules commerciaux demeurera nulle pendant la première moitié de l'année, mais qu'elle répondra à toute accélération inattendue de la croissance du PIB. Les fabricants de pneus peuvent profiter des prix plus faibles de l'essence, mais ils sont généralement ébranlés par la banalisation croissante de l'offre de leurs produits.

Aéronautique et défense

Les carnets de commandes d'avions concurrentiels sont pleins et les sociétés sont peu incitées à commander en vue de livraisons à long terme. Entre-temps, l'offre d'avions neufs s'accroît trop rapidement, augmentant le risque d'une saturation du segment des avions à deux couloirs. Les hausses des taux de la Réserve fédérale des États-Unis pourraient influencer grandement sur les commandes, notamment pour les sociétés de crédit-bail qui étaient très actives en 2014. D'un autre côté, nous prévoyons que les fournisseurs d'avions d'occasion continueront d'enregistrer de très bons résultats, surtout dans un contexte de faibles prix du pétrole qui aide les sociétés aériennes à conserver des avions plus anciens dans leurs flottes. Bizjet, par exemple, devrait profiter de toute augmentation des bénéfices des entreprises américaines.

Les dépenses militaires devraient se stabiliser (ce qui ne figure pas dans le budget principal du Département américain de la défense sera probablement financé par le programme de guerre contre le terrorisme), mais les entreprises du secteur de la défense affichent habituellement un rendement inférieur dans une économie en plein essor et leurs valorisations semblent coûteuses comparativement au reste du marché.

Services aux collectivités

Les services aux collectivités ont connu de très bons résultats en 2014. La plupart des observations prévoient une croissance modérée en 2015, mais quelques titres aux profils supérieurs à la moyenne devraient surclasser les autres. Les augmentations des taux d'intérêt pourraient porter un dur coup aux ratios, comme elles le font toujours dans ce secteur.

Nous prévoyons que les services aux collectivités en Europe continueront de pâtir de l'affaiblissement prévu de la demande, bien que certaines sociétés à l'empreinte mondiale et au bon profil de croissance présentent des occasions sélectives. Au Brésil, les précipitations plus faibles ont eu des conséquences très négatives sur le secteur en 2014, et l'électricité risque d'être rationnée si les pluies n'augmentent pas. La Chine, entre-temps, continue de présenter de bonnes occasions, malgré un ralentissement de la croissance de la demande. Notre perspective positive est fondée sur la politique du gouvernement chinois pour réduire la pollution, qui devrait entraîner une croissance élevée des bénéfices pour les sources d'énergie renouvelable, l'énergie nucléaire et le gaz naturel.

Biens de consommation



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

En 2014, les tendances de la consommation, sauf aux États-Unis, ont été irrégulières, en raison de la croissance ralentie du PIB en Europe, en Amérique latine et en Asie du Sud-Est. En Chine, les tendances de consommation ont subi le contrecoup de la campagne contre la corruption, d'une baisse de la confiance des consommateurs et d'un resserrement des conditions de crédit. L'indice mondial MSCI des biens de consommation de base a surperformé l'indice mondial MSCI général et l'indice mondial MSCI des biens de consommation discrétionnaire en 2014. Le rendement de l'indice des biens de consommation de base reflétait les conflits géopolitiques, les plus faibles rendements des obligations américaines à 10 ans et la volatilité des taux de change et des prix des produits de base au cours de la seconde moitié de l'année.

Aux États-Unis, au quatrième trimestre, l'indice des biens de consommation discrétionnaire était en hausse de 8,74 % (en dollars américains), surclassant l'indice S&P 500 général (en hausse de 4,93 %) de 381 points de base et l'indice des biens de consommation de base (en hausse de 8,15 %) de 59 points de base. Le rendement de l'indice des biens de consommation discrétionnaire reflétait principalement les prévisions d'un accroissement des dépenses de consommation discrétionnaires découlant de la baisse des prix de l'essence et d'une reprise de l'emploi au cours du trimestre.

Après de solides résultats des ventes de détail en novembre (en hausse de 4,9 % comparativement à novembre 2013), les achats des Fêtes ont maintenu cette tendance avec une faible augmentation de moins de 10 % comparativement à l'année précédente. Les raisons de ce gain comprenaient de faibles coûts de l'énergie, une baisse du taux de chômage à 5,8 % et des conditions météorologiques plus favorables. D'après MasterCard, une solide demande de vêtements pour femmes, de bijoux et de restauration familiale a étonnamment compensé les faibles ventes d'appareils électroniques. De plus, les grèves et lock-out des ports de la côte du Pacifique ne semblent pas avoir eu de conséquences sur les stocks de magasins de détail.

Nous continuons de favoriser le secteur de la consommation discrétionnaire aux États-Unis et estimons qu'il continuera sa reprise au premier trimestre en raison de l'amélioration des ventes (celles du premier trimestre de 2014 s'étaient ressenties des fortes neiges dans certaines régions des États-Unis), du revenu disponible plus élevé et de la création d'emplois soutenue.

Au Canada, les ventes de détail pendant les Fêtes et le quatrième trimestre ont également été aidées par des conditions météorologiques plus favorables comparativement à 2013 et par de plus faibles prix de l'essence. En 2015, nous sommes convaincus que les dépenses discrétionnaires au Canada resteront légèrement sous pression malgré les plus faibles coûts de l'énergie. Nous restons prudents à l'égard des actions canadiennes du secteur de la consommation, car elles sont évaluées adéquatement, le risque d'un chômage plus élevé dans l'ouest du Canada augmente et les niveaux d'endettement des consommateurs demeurent élevés.

En Europe, malgré le fléchissement des prix de l'énergie, la confiance des consommateurs et l'inflation sont restés faibles, ce qui a freiné la croissance des ventes de détail au quatrième trimestre. Les ventes de détail discrétionnaires ont repris au cours des Fêtes, principalement en Espagne, en Allemagne et au Royaume-Uni, mais sont restées lentes en France et en Italie. Pour 2015, le niveau de consommation en Europe devrait être légèrement favorisé par l'assouplissement des conditions de crédit et les faibles prix de l'énergie, mais le chômage reste élevé, à 11,5 %. Nous privilégions les détaillants axés sur la consommation locale, principalement au Royaume-Uni et en Allemagne, ainsi que les sociétés mondiales qui diversifient géographiquement leurs activités.

En Europe de l'Est, les ventes de détail sont restées faibles, entraînées par la Russie et les pays baltes. Le secteur de la consommation en Russie subissait les pressions d'une inflation élevée au quatrième trimestre à la suite de la dépréciation du rouble et de l'interdiction des importations d'aliments des pays de l'Ouest. De plus, les taux d'intérêt ont grimpé, passant de 11,5 % à 17 % pendant le trimestre. Nous continuons d'éviter la région en raison de l'instabilité politique, des taux d'intérêt en hausse et de l'inflation plus élevée.

Les données fondamentales de la consommation en Amérique latine sont demeurées faibles au quatrième trimestre, surtout au Brésil, où le chômage a augmenté pour la première fois depuis dix ans et où la dépréciation de la devise, l'inflation accrue et les hauts taux d'intérêt ont continué de limiter les dépenses de consommation. Dans la région des Andes, la consommation a été touchée par la hausse des impôts des entreprises et la baisse du PIB, et la tendance générale devrait rester contenue en 2015.

En Chine, la consommation était encore précaire au quatrième trimestre, affaiblie par la baisse de la confiance des consommateurs et de l'activité immobilière. En 2015, les dépenses de consommation discrétionnaires devraient s'améliorer soutenue par une faible inflation et un assouplissement des conditions de crédit. Le Nouvel An chinois en février devrait être un bon indicateur des tendances de consommation pour le reste de l'année. À long terme, nous restons optimistes à l'égard du secteur de la consommation en Chine, car les taux d'épargne demeurent élevés. En Asie du Sud-Est, les ventes sont demeurées stables au quatrième trimestre et nous estimons que cela devrait continuer en 2015. Nous conservons des perspectives constructives à long terme pour des pays comme l'Inde, les Philippines et l'Indonésie, car la classe moyenne de ces régions continue de croître.

Nous continuons de privilégier les secteurs qui sont soutenus par des données fondamentales durables, des marques mondiales solides, des flux de trésorerie disponibles et un remboursement de capital aux actionnaires au moyen de rachats d'actions ou d'augmentation du dividende.

Soins de santé



Jeff Elliott

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

Les soins de santé ont surclassé encore une fois les marchés généraux au quatrième trimestre de 2014, tant à l'échelle mondiale (3,0 % comparativement à 0,6 % pour l'indice mondial MSCI) qu'aux États-Unis (7,5 % comparativement au rendement de 4,9 % de l'indice S&P 500). Encore une fois, le trimestre a connu beaucoup de volatilité, avec une combinaison de nouvelles sur le plan clinique, du remboursement des services et de la législation qui a suscité d'importantes fluctuations de plusieurs titres.

Les actions des sociétés pharmaceutiques à forte capitalisation ont affiché des rendements mixtes, les sociétés américaines surclassant leurs homologues européennes. Des nouvelles décevantes sur le portefeuille de produits de Roche à la fin de décembre et les problèmes commerciaux chez Sanofi ont inversé une part du solide rendement de ces titres au cours des neuf premiers mois de 2014. De même, les sociétés de biotechnologie à forte capitalisation ont affiché un rendement mixte au quatrième trimestre, où la société Gilead, connue pour ses traitements de l'hépatite C, a subi un recul de près de 20 % comparativement à son sommet de l'année, tandis qu'Amgen et Celgene ont enregistré d'importants gains. Les problèmes de Sanofi et de Gilead soulignent l'un des thèmes clés des sous-secteurs biopharmaceutiques du secteur des soins de santé : le potentiel de concurrence sur le plan des prix dans diverses catégories thérapeutiques. Selon nous, cette dynamique commerciale ne fera que s'intensifier dans les années à venir, accroissant le besoin de se concentrer sur des sociétés aux produits différenciés, tant sur le marché qu'en développement.

Dans l'univers pharmaceutique spécialisé, les fusions et acquisitions étaient encore à l'ordre du jour. La saga Valeant-Allergan s'est conclue avec Actavis dans le rôle du chevalier blanc, acceptant d'acquérir Allergan pour 66 milliards de dollars US. Les interventions du Trésor américain pour fléchir cette tendance à l'« inversion » fiscale a mené à l'annulation de l'opération Abbvie-Shire, que nous avons utilisée comme occasion d'établir une position dans Shire, productrice de médicaments orphelins de haute qualité. Les médicaments orphelins sont typiquement développés pour traiter des maladies rares. Nous prévoyons la poursuite des fusions et acquisitions dans l'univers pharmaceutique spécialisé; cependant, leur rythme devrait se ralentir, avec des cibles plus modestes et un plus faible appétit pour les offres hostiles.

Les fournisseurs de soins de santé ont connu un rendement essentiellement identique à celui des autres marchés en général au cours du trimestre, d'abord en les surclassant puis en reculant devant l'annonce que la Cour suprême des États-Unis entendrait l'affaire « King c. Burwell ». Cette cause déterminera si le gouvernement fédéral américain peut accorder des subventions dans des États qui ne gèrent par leur propre « bourse d'assurances ». Sans subventions, la protection deviendrait inabordable, ce qui compromettrait une grande part des bénéfices attribuables au volume dont les hôpitaux devraient profiter avec l'expansion de la protection. Nous nous attendons toujours à ce que les heurts dans la mise en œuvre de l'Affordable Care Act (loi sur les soins

abordables) pèsent sur le groupe des fournisseurs de soins de santé.

Les fonds Signature détiennent une pondération équivalente à celle du marché dans les soins de santé, bien que les données fondamentales à long terme demeurent solides. Notre portefeuille reste axé sur les sociétés pharmaceutiques à forte capitalisation, qui affichent de solides données fondamentales, de bonnes nouvelles sur le plan des produits et des valorisations raisonnables.

Produits industriels



Joe D'Angelo
*Vice-président, Gestion de portefeuille
et gestionnaire de portefeuille*

Les producteurs industriels restent dans une conjoncture où les perspectives de croissance demeurent tempérées. Bien que la plupart de ces sociétés étaient positionnées pour ce type de conjoncture, la croissance des bénéfices n'a pas suffi à stimuler un rendement supérieur généralisé du cours des actions en 2014. Les sociétés qui ont surclassé le marché avaient des prévisions de croissance modestes, de bonnes politiques de rendement destiné aux actionnaires et des améliorations de productivité qui ont contribué à stimuler la croissance du bénéfice par action. Par contre, les sociétés qui prévoient des taux de croissance accélérés et qui avaient haussé leurs profils de dépenses ont enregistré des résultats décevants. Les marchés finaux restés en difficulté comprennent la production d'électricité, l'industrie minière, l'agriculture, les soins de santé et, plus récemment, l'équipement pétrolier et gazier. Un marché qui a montré de meilleures perspectives de croissance l'an dernier a été la construction non résidentielle aux États-Unis, mais le fléchissement des prix du pétrole remet ces perspectives de croissance en question.

L'année 2015 s'annonce difficile pour les sociétés industrielles qui prévoient un rétablissement des tendances dans les dépenses d'immobilisations. C'est pourquoi nous nous sommes réorientés vers des sociétés industrielles capables de tirer seules leur épingle du jeu et qui vendent des produits aux consommateurs et aux canaux de technologie. Par exemple, le secteur des transports est en bonne position pour profiter de la baisse des prix de l'énergie et d'un environnement de consommation plus solide, tout comme les entreprises d'emballage. De plus, les sociétés qui réussissent à bien mettre en œuvre les acquisitions devraient également pouvoir enregistrer un rendement supérieur dans le contexte actuel.

Bien que nous estimions que nous demeurons aux stades intermédiaires du cycle commercial du secteur industriel, ce cycle devrait connaître une croissance au ralenti pendant plus longtemps. Mais comme les prix de l'énergie ont connu une correction aussi marquée, il est difficile de savoir quelles seront les retombées sur les profils de dépenses d'immobilisations dans beaucoup des industries connexes. Nous sommes positionnés de façon relativement prudente dans ce secteur et nous chercherons à ajouter des positions dans des titres de haute qualité si les valorisations deviennent plus intéressantes ou si les tendances de la demande s'améliorent.

Immobilier et infrastructures



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

Avec la dégringolade des rendements obligataires durant toute l'année 2014, beaucoup d'actions sensibles aux taux d'intérêt ont bien réagi, mais, fait intéressant, d'autres n'ont pas suivi. Cela met en lumière un phénomène dont nous avons été témoins pendant plusieurs années; c'est-à-dire que les actions à haut rendement semblent être parfois évaluées par les investisseurs boursiers, et parfois par les investisseurs obligataires.

Les sociétés de placement immobilier (SPI) américaines (et les propriétés commerciales en général) sont actuellement bien cotées en raison des faibles rendements obligataires. En d'autres mots, le marché boursier est évalué en fonction d'un marché obligataire coûteux. Les investisseurs axés sur les titres à revenu fixe sont heureux de sortir de la courbe de risque et d'acheter des biens immobiliers afin d'obtenir des rendements plus élevés que ceux du marché obligataire. Les données fondamentales de l'immobilier sont très bonnes, et ces investisseurs croient que leurs encaisses et leurs dividendes sont en sécurité.

Si l'on regarde les actions du secteur canadien des infrastructures pendant la période de deux ans entre 2011 et 2012, on observe un scénario similaire. Les taux diminuaient et les données fondamentales, stimulées par une robuste production d'énergie, étaient très bonnes. Cette combinaison de bonne fortune a porté ces actions aux valorisations les plus élevées de tous les temps. Ce n'est plus le cas aujourd'hui. Bien que les taux fléchissent, nous avons également des données fondamentales douteuses en raison de la baisse du prix du pétrole. Le « soutien au rendement » de ces actions a diminué substantiellement, alors que des investisseurs en titres à revenu fixe ont quitté le secteur en raison du risque perçu, laissant ainsi les investisseurs en actions (qui valorisent généralement plus la croissance que le rendement) fixer le cours de ces titres. Il va sans dire que le prix qu'un investisseur en actions est prêt à payer pour une action à croissance nulle dans le secteur des infrastructures est inférieur à ce que l'investisseur en titres à revenu fixe avait l'habitude de payer.

Dans les fonds de revenu Signature, nous cherchons des actions à rendement élevé qui soient peu coûteuses en raison des données fondamentales anémiques, mais qui finiront par profiter de l'amélioration de la conjoncture. Dans ces situations, nous pouvons faire d'une pierre, deux coups : une hausse de la valorisation lorsque les données fondamentales se redressent et une nouvelle hausse lorsque les investisseurs obligataires soucieux de rendement, réconciliés avec les données fondamentales, reviennent sur le marché des actions et assurent une correction des cours à la hausse en fonction de l'environnement à faibles rendements.

Obligations à haut rendement



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

L'énergie a fait la une sur le marché des obligations à rendement élevé en 2014, et cela devrait persister en 2015. Le plongeon de 50 % du prix du pétrole a été la cause des malheurs d'un nouveau secteur (schiste) qui exploitait une nouvelle technologie (forage horizontal et fracturation hydraulique), dépensait des fortunes en forage et inondait constamment le marché avec de nouvelles offres d'obligations pour refinancer des facilités de crédit entièrement utilisées. Pour empirer les choses, l'OPEP, et particulièrement l'Arabie saoudite, a changé de vitesse et défendu sa part de marché plutôt que le prix du pétrole. La croissance rapide de la base des émetteurs dans le secteur de l'énergie à rendement élevé (un secteur dont la taille a triplé depuis 2008, comparativement au double pour le marché général à rendement élevé) a contribué à la fatigue des investisseurs, surtout compte tenu des résultats d'exploitation particuliers des différents bassins. Les gestionnaires de portefeuille ont manqué de personnel pour bien analyser la situation du crédit dans le secteur de l'énergie, et devant les rachats d'obligations, ont adopté une mentalité de « vente d'abord » plutôt que de se concentrer sur les données fondamentales. Les cours obligataires à rendement élevé étaient en baisse de 16 points de base en moyenne en 2014 et affichent maintenant un rendement d'environ 9,6 %. Certaines mesures de risque (dont les différentiels et les cours) indiquent que les défaillances sur obligations de l'énergie à rendement élevé pourraient atteindre 9 % en 2015, soit une hausse du taux de défaillance du marché global à rendement élevé qui passerait de quelque 3 % à 4 %. Nous croyons qu'un taux de 9 % est excessif, compte tenu des abondantes liquidités des émetteurs, de leur souplesse à couper dans les dépenses et dans les dividendes et de la quantité de production qui fait l'objet d'une couverture contre les baisses de prix.

Les investisseurs semblent maintenant plus soucieux des problèmes de l'Europe, notamment le sentiment anti-euro croissant, les élections imminentes et le besoin de mesures d'assouplissement quantitatives. Avec la liquidation massive dans le secteur de l'énergie, cela s'est manifesté par des niveaux de volatilité accrus, une demande soutenue d'obligations gouvernementales à long terme et la force du dollar américain. Les investisseurs déduiront que cette volatilité devrait persister et que la courbe plate des rendements annonce un risque réel de récession. Signature a prévu un horizon « plus bas, plus longtemps » depuis quelque temps, estimant que la croissance et les taux devraient rester contenus, bien que positifs, pendant une période prolongée. La compensation à ces plus faibles prix de l'énergie est qu'ils stimulent la consommation à hauteur de milliards de dollars, une situation que nous jugeons maintenant assimilable à une quatrième vague de mesures d'assouplissement quantitatif. Les dépenses de consommation représentent environ 70 % de la croissance économique nord-américaine. L'effet global de la baisse des prix du pétrole devrait être positif pour les consommateurs et, en fin de compte, pour le risque de crédit des entreprises. Pour une catégorie d'actifs centrée sur les États-Unis, un modeste resserrement des écarts jusqu'à leurs moyennes passées pourrait générer un rendement obligataire élevé approchant les 10 % en 2015.

Taux d'intérêt



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

L'ère du surapprovisionnement

Le fléchissement des prix du pétrole brut a dominé les marchés au quatrième trimestre. Le ralentissement délibéré de l'économie chinoise a eu des effets sur les produits de base industriels plus tôt dans l'année, mais la contagion au pétrole brut au quatrième trimestre, entraînant une baisse de 50 % dans les prix du pétrole, a pris beaucoup d'investisseurs et d'observateurs par surprise.

Les prévisions d'inflation intégrées aux cours sur les marchés obligataires du monde entier en ont subi des pressions supplémentaires, alimentant les attentes relatives à l'achat d'obligations d'État par la Banque centrale européenne (BCE). À long terme, les taux d'intérêt ont augmenté substantiellement à la suite des craintes de déflation et de la spéculation à propos de mesures d'assouplissement quantitatives de la BCE.

Au quatrième trimestre, les taux à 10 ans au Canada ont reculé de 0,36 %. Les reculs comparables des rendements obligataires à 10 ans aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Espagne, en Australie et au Japon ont été de 0,32 %, 0,67 %, 0,40 %, 0,48 %, 0,75 % et 0,22 %, respectivement. Cela s'est produit dans un contexte économique où les États-Unis et le Canada ont maintenu une croissance modérée, tant sur le plan de la production réelle que sur celui de l'emploi, tandis que les économies d'Europe et du Japon ont stagné. Le Royaume-Uni et l'Australie n'ont substantiellement pas répondu aux attentes, ayant subi la contagion du ralentissement européen et chinois.

Les obligations, outils de diversification dans un environnement de politiques divergentes

De notables divergences existent entre les politiques monétaires souhaitées par la Réserve fédérale des États-Unis, la BCE et la Banque du Japon. La Réserve fédérale a indiqué son souhait de relever les taux de financement à un jour en 2015, et les cours obligataires du marché américain en tiennent déjà compte. En Europe et au Japon, les taux directeurs resteront intégrés aux cours obligataires à des niveaux d'urgence dans un avenir prévisible. Cela crée une conjoncture de volatilité du change et soulève le risque d'erreurs de politique qui auraient des effets néfastes tant sur les économies intérieures des marchés développés que sur les maillons plus faibles ailleurs, notamment sur certains marchés émergents.

La baisse des taux d'intérêt dans le monde signifie que dans les mois à venir, les titres sans risque généreront moins de revenus. Cependant, les obligations continuent d'assurer la très nécessaire diversification avec des titres plus risqués, comme les actions et les obligations à rendement élevé. En effet, les obligations nominales à long terme sont la meilleure couverture contre les forces déflationnistes qui affligent l'économie mondiale.

Perspectives relatives aux rendements des obligations

Selon notre évaluation, les obligations de référence à dix ans des États-Unis se négocient à la limite inférieure de leur fourchette, leur juste valeur se situant entre 2,5 % et 3,0 %. Il en découle une position de courte durée relativement petite pour nous permettre de tirer profit de la normalisation des rendements des obligations à leur juste valeur.

Nous investissons à long terme en dollars américains et en livres sterling contre le yen japonais et l'euro, respectivement. Nous avons des échéances intermédiaires à long terme aux États-Unis et au Royaume-Uni. En France et au Japon, nous investissons à long terme dans les obligations à 30 ans. C'est notre principale position en matière de taux d'intérêt dans le Fonds d'obligations mondiales Signature.

Change



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

Le thème de la force généralisée du dollar américain s'est maintenu durant le quatrième trimestre de 2014, celui-ci s'étant fortement apprécié par rapport aux devises considérées comme des devises pétrolières, soit la couronne norvégienne (-14 % au cours du trimestre), le peso mexicain (-9 %) et le réal brésilien (-8 %). Le dollar canadien n'a enregistré que de modestes pertes sur le dollar américain et s'est apprécié comparativement aux devises pétrolières pures, à l'euro et à la livre sterling.

Dans une perspective de change, on se souviendra de l'année 2014 en raison de la forte appréciation du dollar américain, du recul marqué de l'euro et du recul encore plus marqué du yen japonais. La plupart de ces événements extraordinaires se sont produits durant la seconde moitié de l'année, après une première moitié plutôt calme, les divergences des politiques monétaires en vigueur et les politiques monétaires prévues des trois grandes banques centrales ayant déterminé les ajustements. La hausse résultante de la volatilité du change a ajouté à l'incertitude et contribué à la révision générale du risque au second semestre. En retour, cela a soutenu davantage le dollar américain contre la plupart des autres devises. Parmi les devises les plus transigées et non fixes, le rouble de Russie a connu le pire rendement en 2014, en baisse de 46 % comparativement au dollar américain. Le baht thaïlandais était à l'autre bout du spectre du rendement, avec une perte de moins de 1 % sur le dollar américain. L'euro et le yen ont perdu 12 % de leur valeur pendant cette période.

La baisse marquée des prix du pétrole a également pesé sur le dollar canadien, avec une corrélation intrajournalière entre les prix du pétrole et le dollar canadien qui est devenue incroyablement étroite. Nous prévoyons que cette étroite corrélation ne se maintiendra pas en 2015 et qu'une fois que le prix du pétrole aura trouvé une certaine stabilité, cette corrélation s'assouplira et que d'autres facteurs, dont les différentiels de taux d'intérêt, deviendront tout aussi importants sinon plus, dans l'évolution du change du dollar américain. Cela devient assez évident avec la vive réaction du change à la réduction surprise des taux d'intérêt par la Banque du Canada au début de 2015. Même si le dollar canadien pourrait rebondir à court terme en raison d'une position à découvert et peut-être d'une certaine stabilité des prix du pétrole, l'équilibre des risques et des facteurs liés aux données fondamentales nationales laisse présager que le dollar canadien pourrait continuer à s'affaiblir devant le dollar américain à moyen terme.

Obligations de bonne qualité



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

Les obligations de bonne qualité ont enregistré des rendements positifs au quatrième trimestre de 2014, mais elles ont été surclassées par les obligations du gouvernement du Canada, les taux poursuivant leur chute et les différentiels obligataires s'élargissant, comme au trimestre précédent. Les prévisions de croissance du PIB mondial ont diminué avec les prix du pétrole, entraînant une baisse des taux d'intérêt liée aux craintes de déflation. La Banque centrale européenne, entre-temps, a continué de discuter de la possibilité de commencer à mettre en œuvre des mesures d'assouplissement quantitatif à la suite de la baisse de l'inflation dans la zone euro. Dans cette conjoncture, les écarts de crédit se sont creusés dans le monde entier, y compris pour les obligations d'entreprises canadiennes de bonne qualité.

La Réserve fédérale des États-Unis a mis fin à son programme d'assouplissement quantitatif comme prévu et n'indique plus qu'elle maintiendra ses faibles « pendant longtemps encore », mais qu'elle « patientera » avant de relever les taux. Le marché commence à croire que la Réserve fédérale commencera à hausser les taux au milieu de 2015. Comme la Réserve fédérale est la seule banque centrale susceptible de hausser les taux en 2015, le dollar s'est apprécié par rapport aux autres devises.

Les titres de créance des sociétés de bonne qualité demeurent intéressants, mais ils ont fléchi, car ils sont devenus plus risqués depuis 12 mois. La croissance des bénéfices des sociétés a atteint un sommet et des mesures de réduction des coûts ont déjà été mises en œuvre, les autres méthodes de stimulation des bénéfices par action étant les fusions et acquisitions financées par emprunt et les montages financiers. Les sociétés non financières s'endettent encore plus afin de financer le versement de dividendes, les rachats d'actions et les acquisitions.

L'indice canadien des obligations de bonne qualité a enregistré un rendement de 1,83 % au quatrième trimestre, soit 44 points de base de moins que les obligations d'État du Canada, les différentiels ayant augmenté de 11 points de base. Les écarts se sont élargis au cours du trimestre, car les observateurs ont prévu une croissance mondiale plus faible, des risques géopolitiques et de fusions et acquisitions, entraînant une liquidation massive des actifs risqués. Nous sommes d'avis que le cycle de crédit a pris une nouvelle tangente devant le fléchissement soutenu des données fondamentales.

Les perspectives pour les obligations canadiennes de bonne qualité sont mixtes pour le début de 2015. Le marché des titres de créances montre des signes généralement typiques de la fin d'un cycle de crédit, notamment l'accroissement des initiatives liées à une politique favorable aux actionnaires et le ralentissement de la croissance des bénéfices. Ce qui nous porte à la prudence pour commencer l'année. Nous avons réduit notre surpondération dans les titres de créance de bonne qualité au quatrième trimestre et nous attendons patiemment les occasions d'ajouter des titres de créance à des écarts de taux plus grands.

Actions privilégiées



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

Le marché des actions privilégiées canadiennes a connu un trimestre positif, mais volatil en raison de plusieurs facteurs, dont la baisse des taux d'intérêt et des prix du pétrole, les préoccupations à l'égard des risques de report pour les actions privilégiées à taux rajustés et la restructuration proposée d'Enbridge Inc. Les taux d'intérêt ont chuté de 29 points de base à 1,33 % pour les obligations du gouvernement à cinq ans. La demande a chuté lorsque certains investisseurs ont effectué des ventes au cours de la saison de vente à perte à des fins fiscales en décembre.

L'indice 50 actions privilégiées BMO a affiché un rendement global de 0,82 % au quatrième trimestre, tandis que l'indice d'actions privilégiées S&P/TSX a affiché un rendement de 0,94 %. Les rachats se sont estompés à 425 millions de dollars avec seulement 300 millions de dollars annoncés pour le premier trimestre de 2015. Cependant, les émissions sont demeurées solides, avec 1,9 milliard de dollars sur six émissions. Pour l'année, les nouvelles émissions nettes ont atteint à peine 1 milliard de dollars qui ont été facilement absorbées par le marché. Les rachats devraient ralentir en 2015, mais si les conditions du marché le permettent, les émetteurs devraient accroître les nouvelles émissions nettes.

Enbridge a surpris le marché des actions privilégiées à la mi-décembre par un plan de restructuration qui laisse la société mère avec moins d'actifs directement générateurs de revenus et, par conséquent, une cote de crédit susceptible de diminuer. Enbridge a inondé le marché depuis quelques années avec plus de 6 milliards de dollars en actions privilégiées à taux rajustés, représentant quelque 10 % du marché. À cette annonce, le marché a donc connu des liquidations massives justifiées.

Le rendement du quatrième trimestre a porté le rendement total de l'indice 50 actions privilégiées BMO en 2014 à 5,19 %. Le secteur des actions privilégiées perpétuelles a mené le bal au quatrième trimestre, avec un rendement total de 3,36 %, tandis que les actions privilégiées à taux variable ont affiché le résultat le plus faible à -3,07 %, ce qui peut s'expliquer par le fléchissement des taux d'intérêt. Les résultats pour les actions privilégiées à taux rajustés fixes ont été mixtes, l'écart inverse sur ratio a attiré beaucoup d'attention à mesure que les taux d'intérêt diminuaient et quelques émetteurs ont choisi de ne pas racheter leurs émissions à la date rajustée. Si l'écart inverse sur ratio est inférieur aux conditions de marché courantes, les émetteurs sont donc susceptibles de reporter leurs calendriers de rachat, ce qui fait baisser les taux de dividendes « tout compris ».

Nos perspectives pour le marché des actions privilégiées sont prudentes en ce début de 2015. Les préoccupations à l'égard de la croissance mondiale et de la situation géopolitique sont contrebalancées par la demande de revenus et la relative sécurité offerte par les actions privilégiées canadiennes. Nous prévoyons que le rendement global de l'indice 50 actions privilégiées BMO pour 2015 se situera dans une fourchette de 3 % à 4,5 %.

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 de commerce déposées de CI Investments Inc. ^{MC}Signature Gestion mondiale d'actifs est une marque de commerce de CI Investments Inc. Publié en janvier 2015.



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