

# Survol des marchés par Signature

Quatrième trimestre 2015



## Perspectives mondiales



Eric Bushell  
*Directeur des placements*

### Les limites des politiques mises à l'épreuve

La capacité des politiques monétaires non traditionnelles à influencer sur les marchés d'actifs a-t-elle des limites? C'est la principale question que se posent les investisseurs en ce premier trimestre de 2016.

Selon Signature, la volatilité actuelle fait partie intégrante d'une série de chocs financiers découlant du dénouement progressif des programmes d'assouplissement quantitatif dans différentes régions du monde. En effet, des dégagements semblables se sont produits en mai 2013, à l'automne 2014 et à l'automne 2015, et dans chaque cas, les banques centrales des États-Unis, d'Europe et du Japon ont réussi, par l'établissement de vigoureuses politiques, à accroître la tolérance au risque des investisseurs. Au fil du temps, toutefois, la confiance des marchés dans l'efficacité des politiques des banques centrales s'est effritée, notamment après l'amorce du resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine. Le président de la Banque centrale européenne, Mario Draghi, tente actuellement de repousser les limites des politiques d'assouplissement quantitatif en annonçant d'autres mesures de relance. Il sera intéressant de voir comment les marchés y réagiront.

### Les effets de l'assouplissement quantitatif

Les mesures d'assouplissement quantitatif mises en œuvre depuis 2009 ont stimulé l'économie par l'abaissement des taux d'intérêt. Une fois les taux d'intérêt devenus nuls, toutefois, et par conséquent impossibles à abaisser davantage, que peut faire une banque centrale pour faire en sorte que les marchés financiers prennent la relève afin de susciter une confiance qui se transmettra à la véritable économie? En assurant une ample liquidité afin de réduire la volatilité des marchés. Ainsi, les primes de risque ne devront pas être aussi élevées, puisque les investisseurs tiendront pour acquis que les banques centrales se tiennent prêtes à intervenir advenant, par exemple, une hausse des taux de défaillance.

L'assouplissement quantitatif incite depuis des années les investisseurs à opter pour des titres à rendement plus élevé, comme les titres des marchés émergents et les actions à rendement élevé. La dynamique inverse, le resserrement quantitatif, s'opérera

maintenant que la Réserve fédérale américaine a commencé à hausser ses taux. Au fur et à mesure que la liquidité diminue et que la volatilité augmente, les actifs ayant bénéficié le plus de l'assouplissement quantitatif seront ceux qui perdront le plus de valeur.

Les investisseurs de tout acabit dans toutes les régions du monde ont, par suite de l'assouplissement quantitatif, acquis des actifs (d'institutions, de sociétés, etc.) offrant certes des rendements plus élevés, mais en contrepartie de risques accrus. Par suite du dénouement des programmes d'assouplissement quantitatif, les grands fonds en gestion commune s'efforcent maintenant de rendre leurs portefeuilles plus liquides. S'ils le font graduellement, les répercussions sur les marchés ne devraient pas être trop importantes, mais dans le cas contraire, il faudra s'attendre à de fortes perturbations.

### Volatilité refrénée

La volatilité des marchés était, il y a quelques années, très faible. Bien qu'il puisse sembler qu'elle est maintenant en hausse continue depuis la mi-2014, en réalité il ne s'agit que d'un retour à la moyenne à long terme des 20 à 25 dernières années. La récente volatilité est attribuable en partie à l'obligation, à la législation (règle Volcker, aux États-Unis, et protocole de Bâle, en Europe) contraignant les banques à conserver de plus importantes réserves de fonds propres. Afin de se conformer à la réglementation relative aux fonds propres, les banques maintiennent un passif moins important et plus prudent. Ainsi, elles ne font plus l'acquisition des actifs risqués dont les investisseurs tentent de se défaire.

La liquidité réduite et la volatilité accrue ne sont pas des notions abstraites. Elles ont des répercussions concrètes sur les banques, les compagnies d'assurances, les maisons de courtage, les gestionnaires de placements et les fonds de couverture, contraints par la volatilité accrue d'évacuer les actifs risqués et de réduire leur vulnérabilité.

### Marchés émergents et marchandises

Ce qui précède signifie en outre que les importants flux de capitaux qui entraient dans les marchés émergents jusqu'en 2014 en sortent maintenant, et que la conjoncture du crédit dans ces marchés se resserre. Signature surveille de près les obligations des marchés émergents afin de déceler tout signe de stress, puisque la vaste majorité des créances dans ces pays doit être remboursée en très coûteux dollars américains.

L'effondrement des prix des marchandises a des répercussions sur les pays émergents producteurs, comme les pays d'Amérique latine, l'Afrique du Sud et l'Indonésie. La production de presque toutes les marchandises, y compris le cuivre, le minerai de fer et le pétrole, est supérieure à la demande. La faiblesse des prix a

déclenché le processus de rééquilibrage, mais l'offre n'ayant pas encore été ramenée au niveau de la demande, les titres des sociétés productrices sont surévalués actuellement.

### Perspective de Signature

Le dénouement des politiques d'assouplissement quantitatif et les changements à la réglementation entraînent un resserrement du crédit qui entrave la croissance et déclenchera vraisemblablement des incidents de crédit au cours des douze prochains mois. Nous exercerons une étroite surveillance des marchés afin de cerner toute hausse des défauts de paiement, de déterminer la capacité des émetteurs de créances en dollars américains de refinancer leur passif, de détecter les signes éventuels de stress dans le secteur bancaire, et de prévoir les autres chocs que pourrait provoquer une hausse continue du dollar américain.

Nous ne prévoyons pas de déflation importante, mais nous anticipons une période prolongée de défaillances de crédit et de faibles rendements boursiers. Le positionnement de notre portefeuille demeurera donc prudent, et nous continuerons de rechercher des occasions d'acquérir des actifs de bonne qualité et à rendement plus élevé alors que les investisseurs cherchent à réduire les risques dans leur portefeuille.

Nous pourrions toutefois devenir plus optimistes si la Réserve fédérale américaine change de cap et assouplit sa politique monétaire, ou si les données économiques relatives à la Chine s'avèrent plus positives que prévu, mettant ainsi le vent dans les voiles des marchandises.

### Marchés émergents



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

Les marchés émergents ont connu une autre année difficile en 2015, clôturant la période en hausse d'à peine 2,4 %, en dollars canadiens. Les quelques gains obtenus découlaient directement de l'affaiblissement du huard, les résultats annuels exprimés en dollars américains étant fortement négatifs. En fait, l'année 2015 s'est avérée la pire au chapitre du rendement des actions des marchés émergents, en dollars américains, depuis 2011.

De nombreux facteurs ont pesé sur les économies émergentes en 2015. L'année a débuté assez bien (grâce en partie aux vigoureuses mesures d'assouplissement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne), et les actions des marchés émergents ont enregistré des gains vers la fin du premier trimestre lorsque la Réserve fédérale américaine n'a pas haussé ses taux d'intérêt. Au deuxième trimestre, c'est la robuste reprise des actions chinoises qui a soutenu les marchés émergents. Pendant l'été, toutefois, les perspectives se sont assombries par suite du virage baissier du marché boursier chinois, de la faiblesse renouvelée des prix des marchandises, y compris le pétrole, et du pessimisme croissant au sujet des possibilités de reprise des exportations des pays émergents vers les marchés développés. La dévaluation symbolique de la monnaie chinoise en août n'a fait qu'ajouter aux déboires des marchés émergents. Mis à part la courte reprise au début d'octobre, alors que les marchés ont bondi de plus de 10 % en moins de deux semaines, l'humeur dans les marchés émergents est demeuré réservé jusqu'à la fin de l'année.

Les enjeux touchant la croissance en Chine, la dévaluation de la monnaie chinoise, la baisse des prix des marchandises, les effets de la hausse de taux aux États-Unis et les soubresauts politiques dans un certain nombre de marchés émergents (le Brésil, l'Afrique du Sud, la Turquie-Russie et même l'Inde) ont entravé toute hausse boursière significative au deuxième semestre de 2015, et malheureusement, ces enjeux affectent toujours les perspectives pour 2016. Loin de s'estomper, certains de ces risques, en particulier l'affaiblissement de la croissance en Chine et la possibilité qu'elle provoque une dépréciation considérable de sa monnaie en laissant le renminbi flotter plus librement ont fortement augmenté depuis le début de l'année.

Dans l'ensemble, la croissance dans les marchés émergents devrait être à peine plus forte en 2016 qu'en 2015, la tendance demeurant à la baisse. Une autre chute des prix des marchandises au début de l'année remet déjà en question toute possibilité d'amélioration de la croissance dans les marchés émergents. De plus, de nombreux pays latino-américains et africains voient leur inflation augmenter, limitant ainsi les mesures que leurs banques centrales pourraient prendre pour stimuler leurs économies.

Par conséquent, nous conservons notre stratégie défensive et privilégions 1) les pays dont les dirigeants veulent et peuvent instituer des réformes et stimuler la croissance économique; 2) les secteurs présentant un potentiel de bénéfices stable, et; 3) les sociétés

dont les bilans sont sains. Il nous semble encore possible que les difficultés économiques de 2015 provoquent d'autres défaillances et la détérioration d'autres bilans en 2016. Conformément à nos préoccupations et opinions actuelles, nous surpondérons l'Inde, le Mexique et les secteurs chinois non industriels, et sous-pondérons les marchandises et les marchés des pays politiquement perturbés.

## Ressources mondiales



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

Le quatrième trimestre de 2015 a été marqué par les déboires continus du secteur de l'énergie et par des résultats contrastés dans le secteur des matériaux. Le recul continu des prix du pétrole a entraîné les titres énergétiques à la baisse, et les actions des matériaux étaient en hausse. À l'échelle mondiale (selon l'indice MSCI Monde), le sous-secteur de l'énergie a enregistré des pertes de 1,4 %, mais celui des matières a progressé de 4 %. Ainsi s'est conclue l'année 2015 qui a vu les sous-secteurs de l'énergie et des matériaux se contracter de 25 % et 17,2 %, respectivement. Au Canada, ces sous-secteurs de l'indice S&P/TSX ont baissé encore plus que leurs contreparties mondiales.

Les facteurs macroéconomiques qui affectaient les marchandises depuis déjà un certain temps – la faible croissance de la demande, l'offre supérieure à la demande dans les marchés des produits de base, et les effets baissiers (pour les marchés des produits de base) de la hausse du dollar américain – étaient toujours présents au quatrième trimestre.

### Énergie

Les prix du pétrole ont poursuivi leur déclin, le prix du West Texas Intermediate, pétrole brut de référence, reculant de 18 % pour terminer l'année à 37,04 USD le baril – son plus faible prix de clôture mensuel en plus de dix ans. La majeure partie du repli est survenue au cours de la deuxième moitié du trimestre, lorsque l'OPEP n'a rien fait pour limiter l'offre de pétrole afin de soutenir les prix. En fait, il semble que cette réunion de l'OPEP ait compté parmi les plus querelleuses en plusieurs décennies, les participants incapables de se mettre d'accord sur quoi que ce soit. Cela n'annonce rien de bon pour les prochaines réunions, laissant aux forces de l'offre et de la demande (par l'intermédiaire des prix) le soin de rééquilibrer le marché du pétrole.

Nous demeurons convaincus que l'offre de pétrole sera graduellement ramenée en équilibre avec la demande au cours des prochains trimestres, puisque les pétrolières ne pourront pas hausser rentablement leur production aux prix actuels et que la demande mondiale continue d'augmenter. Il reste simplement à savoir combien de temps prendra ce processus de rééquilibrage. Avec la collaboration de l'OPEP, il pourrait se produire rapidement. Sans cette collaboration, ce qui semble actuellement le plus probable, le processus sera plus long.

### Matériaux

À l'instar des prix de l'énergie, les prix dans le secteur des mines ont baissé pendant le trimestre, l'or, l'argent, le cuivre, le nickel et le zinc perdant tous de 5 à 15 % de leur valeur. Du moins, les prix sont maintenant si bas que l'on commence à voir des fermetures de mines qui ne sont plus rentables. C'est un bon départ, mais d'autres fermetures devront survenir pour éliminer l'offre excédentaire.

Les prix du bois d'œuvre ont rebondi par rapport au troisième trimestre grâce aux effets combinés d'une remontée des stocks et de

la reprise dans le secteur américain du logement. Il n'est toutefois pas certain que la vigueur de la demande aux États-Unis pourra continuer de compenser la faiblesse de la demande mondiale pendant longtemps encore.

Les actions du secteur des matériaux se sont mieux tenues que les prix des marchandises sous-jacentes. Les titres des sociétés de bois d'œuvre ont vu leurs cours augmenter de concert avec les prix du bois, et les titres aurifères ont légèrement progressé en dépit de la chute de 5 % du prix de l'or. En ce qui a trait aux titres aurifères, notamment, nous croyons que la reprise sera de courte durée. En effet, le prix de l'or a fortement augmenté en janvier 2014 et en janvier 2015, et nous pensons que certains investisseurs, estimant qu'une autre forte hausse surviendrait en janvier 2016, tentaient simplement de se positionner de manière à en tirer profit.

### Perspectives

Dans l'ensemble, le secteur est affligé par la faiblesse économique en Chine et par la montée du dollar américain, et pourrait être affecté par le souhait manifeste des autorités chinoises d'affaiblir leur monnaie. Une dévaluation favoriserait les exportations chinoises, mais rendrait l'importation de ressources plus coûteuse pour les acheteurs chinois, nuisant ainsi à la demande.

L'année 2015 a certes été éprouvante pour les investisseurs dans le secteur des ressources. Nous avons bien tenté de maintenir un portefeuille défensif pour le Fonds de ressources mondiales Signature, mais cela s'est avéré extrêmement difficile, pratiquement tous les sous-secteurs affichant d'importantes pertes. Pour que s'améliorent les perspectives, il faudra un meilleur rapport offre-demande pour les différentes marchandises, ou une baisse des cours boursiers. Dans l'intérim, nous conservons notre stratégie défensive.

### Services financiers



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

Des occasions à saisir!

L'indice de référence mondial ayant, par suite de dégagements massifs, chuté de 30 % par rapport au sommet inscrit en 2015, un important bénéfice pourrait être enregistré s'il regagne le terrain perdu. Nous ne croyons pas que les résultats des sociétés de services financiers souffriront de la faible croissance en Chine ou des déboires du secteur de l'énergie. Le marché n'a pas pris acte des progrès réalisés par les banques partout dans le monde dans la solidification de leur bilan, et bon nombre des banques dans lesquelles nous investissons semblent tout à coup se négocier aux deux tiers à peine de la juste valeur que nous leur attribuons.

La gestion de portefeuille réussie suppose que l'on achète des titres affectés par un pessimisme excessif et vende des titres faisant l'objet d'un optimisme exagéré. Les grandes banques exerçant leurs activités à l'échelle mondiale se négocient depuis quelque temps comme au temps des crises de 1998 et de 2008, ce que nous estimons absurde! Oui, les pertes sur créances vont augmenter par suite des difficultés éprouvées par les sociétés énergétiques et le faible taux de croissance du PIB freinera les occasions de croissance. Ce sont ces perceptions qui ont provoqué la baisse des valorisations avant le plus récent dégagement. L'augmentation massive des besoins de capitaux ces dernières années a eu des répercussions négatives sur les valorisations tout en réduisant fortement les risques, et nous pensons que le marché ne fait pas la différence entre la situation actuelle et les autres périodes de volatilité. À Signature, nous avons réussi à obtenir de bons rendements du secteur financier et estimons l'actuel rapport risque/rendement très favorable.

Les valorisations des sociétés de services financiers canadiennes sont très attrayantes, quoique pas tout à fait aussi irrésistibles que leurs contreparties ailleurs dans le monde. La prime de risque se rattachant aux banques canadiennes semble avoir atteint un sommet d'au moins quinze ans, mis à part un mois au cours du printemps 2009 qui avait présenté une excellente occasion d'achat, et ce, en dépit de l'amélioration significative de la solidité de leurs capitaux et de leur durabilité démontrée lors de la récente grave crise. Les cours boursiers des compagnies d'assurance vie ont aussi baissé dans une mesure qui, compte tenu des avantages qu'elles tirent de la robustesse du dollar américain, présente de très intéressantes occasions de placement.

## Consommation



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

En 2015, l'indice MSCI Monde de la consommation de base a dégagé un rendement de 4,24 %, surclassant ainsi l'indice MSCI Monde global de 698 points de base et l'indice de la consommation discrétionnaire de 0,26 point de base. Cette performance de l'indice de la consommation de base était le fait d'une conjoncture économique mondiale affaiblie au deuxième semestre, et de la volatilité boursière au quatrième trimestre principalement imputable à la détérioration des données économiques relatives à la Chine et aux autres marchés émergents, notamment le Brésil. La hausse prévue des taux d'intérêt américains avant la fin de l'année a également favorisé le secteur de la consommation de base.

La conjoncture aux États-Unis demeure bonne pour la consommation discrétionnaire en 2016 puisque les revenus disponibles croîtront vraisemblablement d'environ 4 % par suite de la baisse des prix de l'essence, de la création d'emplois et de la faible croissance des prix des aliments. En décembre dernier, la croissance des ventes au détail, automobiles et essence exclues, a été nulle, comparativement à des attentes d'une hausse de 0,4 %. En décembre également, les résultats au chapitre de la consommation ont été contrastés, six des treize principales catégories annonçant une baisse des ventes en dépit d'intenses activités promotionnelles et d'importants stocks, les températures clémentes ayant eu des répercussions négatives sur les ventes. Les performances des différentes catégories ont continué de varier fortement pendant le trimestre. Les commerces d'ameublement et d'accessoires d'ameublement ont connu leur meilleure année depuis la fin de la récession, et les ventes de matériaux de construction ont affiché une croissance supérieure à la moyenne. Toutefois, les ventes de vêtements ont été décevantes par suite des températures exceptionnellement chaudes, et les ventes d'appareils électroniques ont baissé en raison de l'absence de nouveaux produits à proposer aux consommateurs. Les ventes des commerces de produits de santé et de soins personnels ont dépassé de 250 points de base celles des aliments et boissons. Nous croyons que les gains au chapitre de la consommation aux États-Unis se poursuivront en 2016 grâce à la création d'emplois, à la hausse des salaires réels et à la faiblesse de l'inflation.

La consommation au Canada a été volatile en 2015. En dépit de l'effondrement des prix du pétrole et de la baisse des exportations et des investissements des entreprises, elle a néanmoins affiché une surprenante robustesse et constitué la principale source de croissance économique au pays, la faiblesse des taux d'intérêt et des prix de l'essence ayant favorisé les achats importants comme ceux de maisons, de voitures et d'électroménagers. Le temps chaud pendant la période des fêtes, cependant, aura sans doute nui aux ventes de vêtements. Nous demeurerons très prudents au sujet des titres de consommation canadiens en 2016, estimant qu'ils sont justement évalués. Le ralentissement des activités dans le secteur du logement, la hausse des taux de chômage dans l'Ouest du pays et la lenteur de la reprise des exportations dans les provinces de l'Est pourraient freiner la croissance de la consommation.

En Europe, la confiance des consommateurs continue de s'améliorer grâce à la création d'emplois, à la reprise de la croissance des salaires et à la faiblesse de l'inflation. D'autre part, le temps chaud partout en Europe au quatrième trimestre aura probablement nui, là aussi, aux ventes de vêtements. Plus précisément, les ventes du consortium britannique des commerces de détail ont affiché une bonne tenue en 2015, mais ont ralenti au quatrième trimestre, principalement en raison de la baisse des ventes de vêtements et de la déflation continue des aliments par suite des promotions agressives des quatre grandes chaînes de supermarchés. Les ventes au détail en Espagne, en Allemagne et en Italie étaient en hausse en 2015, mais ont été négativement affectées au quatrième trimestre par la météo. En France, la tendance à la baisse des ventes au détail se poursuit. En 2016, nous continuons de privilégier les détaillants axés sur leur marché intérieur, principalement au Royaume-Uni, en Italie et en Espagne. La consommation en France, qui était inférieure à celle dans les autres pays européens en 2015, demeure la principale inconnue.

Les ventes au détail en Europe de l'Est demeurent en territoire négatif. Les ventes en Russie étaient en baisse de 13,1 % en novembre, et la région doit composer avec une forte inflation découlant de la dépréciation continue du rouble. En 2016, nous continuerons d'éviter l'Europe de l'Est en raison de la faiblesse de la confiance des consommateurs et de la forte inflation.

Les facteurs fondamentaux affectant la consommation en Amérique latine se sont affaiblis au quatrième trimestre, en particulier au Brésil où le taux de chômage a atteint 7,6 %. De plus, la dépréciation continue des monnaies et l'inflation en hausse ont nui à la consommation. Les ventes au détail trimestrielles en Colombie et au Pérou sont demeurées faibles, mais ont donné des signes de raffermissement au Chili et d'amélioration continue au Mexique. Sauf en ce qui a trait au Mexique et au Chili, les tendances en matière de consommation en Amérique latine invitent à la prudence en raison de l'inflation et de la dévaluation des monnaies.

Les ventes au détail en Asie, à Hong Kong et en Chine sont demeurées faibles au quatrième trimestre, comme elles l'ont été pendant l'ensemble de 2015. Le chômage dans le secteur de la fabrication en Chine assombrit la confiance des consommateurs, et le marché de l'immobilier dans ce pays est toujours peu vigoureux. Pour le moment, nous faisons preuve de prudence relativement à la consommation en Chine, mais celle-ci pourrait s'améliorer à plus long terme grâce à la hausse des revenus disponibles découlant de la forte création d'emplois dans le secteur des services.

Nous continuons de privilégier les secteurs bien soutenus par de solides fondamentaux, de robustes marques mondiales, des flux de trésorerie disponible, et des programmes de rendement à l'actionnaire par rachats d'actions ou hausses de dividendes.



## Obligations à rendement élevé



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

En ce début d'année, nous nous interrogeons sur les répercussions du manque de liquidité des marchés, du resserrement des conditions de crédit et de la chute vertigineuse des prix de l'énergie sur les obligations à rendement élevé, les défaillances, la croissance économique, l'humeur des marchés et, en fin de compte, les rendements des placements. Pour déterminer le meilleur moment pour réintégrer le marché des titres à rendement élevé, il serait fort utile d'examiner le comportement passé des marchés lors de conjonctures semblables.

L'historique des obligations à rendement élevé présente trois situations analogues, quoique non simultanées :

1. Si vous estimez que la loi Dodd-Frank nuit à la liberté de négociation et que le marché est maintenant moins liquide qu'avant, reportez-vous aux années 1990 à 1992. À l'époque, Drexel Burnham Lambert détenait une part de marché de 50 % du placement des nouvelles émissions et de la négociation des obligations à rendement élevé sur le marché secondaire. Et pourtant, elle a été poussée à la faillite en 1990 par les pertes sur négociation et les amendes imposées par la SEC. L'enjeu en était un de liquidité, et une récession a suivi plus tard la même année. Les écarts de taux des obligations à rendement élevé se sont accrus de 320 points de base et le marché s'est contracté de 4,4 % cette année-là.
2. En 1997-1998, les cours du dollar américain ont monté et les conditions financières se sont resserrées sous l'effet des défis posés par les marchés émergents. Cette période a été caractérisée par la crise asiatique, la dépréciation du rouble et la défaillance de la Russie, et l'effondrement de Long-Term Capital Management, qui exploitait des fonds de couverture. Les écarts se sont accrus de 400 points de base, mais les rendements sont demeurés positifs pendant toute la période de 1997 à 1999.
3. Si vous craignez que les pertes liées aux obligations énergétiques ne provoquent une baisse d'optimisme et ne déclenchent des dégagements, reportez-vous à l'année 2001 pour un exemple d'effondrement sectoriel. En 2001, alors que les obligations du secteur des télécommunications représentaient environ 25 % du marché obligataire à rendement élevé, les marchés subissaient les effets de l'éclatement de la bulle « point-com » et des capacités excédentaires du secteur des télécommunications des années 1990. Ces conditions, conjuguées à une récession, ont provoqué une forte hausse des défaillances de même qu'une augmentation des écarts de taux des obligations à rendement élevé, qui ont atteint 600 points de base. Les rendements cumulatifs pour les années 2000 à 2002 se sont établis à 2,7 %. Grâce à la forte reprise qui a suivi en 2003, les rendements cumulatifs sur quatre ans ont augmenté de 27 points.

Au cours de chacune de ces périodes, les écarts de taux des obligations à rendement élevé ont monté à environ 1 000 points de base avant que s'amorce la reprise. La hausse actuelle de 320 points a poussé les écarts à 740 points de base. Une augmentation supplémentaire est certes possible, mais même une hausse d'écart

de 150 points de base n'abaisserait le rendement obligataire sur douze mois qu'à des pourcentages faiblement positifs qui correspondent à ceux des obligations du gouvernement du Canada (en supposant que les taux ne changent pas).

Les marchés en proie à la peur produisent des occasions de placement, et actuellement, l'achat d'obligations à rendement élevé est moins risqué qu'auparavant. Ce fait devrait être évident, mais apparemment ne l'est pas. Les gestionnaires de portefeuille s'empressent d'acheter les obligations à leur valeur nominale, mais prennent la fuite, même si le risque de crédit n'a pas changé de façon marquée, pour peu que les opinions consensuelles au sujet de l'ensemble du marché ou d'un titre en particulier se détériorent et que les rendements montent ou que les prix chutent sous un certain niveau (qui change constamment), par exemple 90 cents ou 80 cents par dollar. Nous continuons de faire preuve de prudence, mais croyons que le moment viendra cette année où il sera possible de réintégrer rentablement le marché. Dans l'interim, les obligations à rendement élevé devraient continuer d'offrir les mêmes avantages – rendements semblables à ceux des actions, avec moins de volatilité. Le fait que les obligations à rendement élevé aient offert une performance très supérieure à celle des actions jusqu'à maintenant en 2016 est de bon augure.

## Taux d'intérêt



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

### Rétrospective : resserrement mal avisé

La Réserve fédérale américaine a amorcé un cycle de resserrement monétaire en décembre dernier en haussant de 0,25 % son taux cible du financement à un jour. Un resserrement de la politique monétaire américaine équivaut à un resserrement des politiques monétaires mondiales, et les marchés financiers ont réagi comme on pouvait s'y attendre en affichant une faiblesse généralisée et une volatilité accrue. En dépit de la hausse de taux, toutefois, les rendements des obligations à dix ans des principaux émetteurs n'ont à peu près pas changé au quatrième trimestre.

En Europe, le président de la Banque centrale européenne, Mario Draghi, a rapidement profité de l'assombrissement des perspectives du commerce mondial, des marchandises, des marchés émergents et relatives à l'inflation pour accroître les mesures de relance en prolongeant le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE. La Banque du Japon a fait de même en augmentant ses achats d'obligations à long terme et d'actions.

Au Canada, les données économiques continuent de se détériorer alors que la faiblesse du secteur de l'énergie se communique à d'autres segments de l'économie. Cet effet est toutefois partiellement annulé par la baisse du dollar, qui profite aux producteurs canadiens. Le dollar, en effet, s'est déprécié encore davantage au quatrième trimestre, perdant 3 % de sa valeur. Le marché obligataire du Canada est demeuré l'un des plus rentables au monde.

Aux États-Unis, après des mois de communications contradictoires et d'incertitude, la Réserve fédérale américaine a haussé ses taux au moment où la croissance du PIB réel et du PIB nominal, tant au pays qu'ailleurs dans le monde, ralentit. C'est ce qui explique que tous les titres à revenu fixe se négocient comme s'il s'agissait d'une fin de cycle, les écarts de crédit atteignant des sommets de plusieurs années.

### Perspectives : l'espoir n'est pas une stratégie

L'investissement en actifs offrant un rendement plus élevé que celui des obligations d'État, ces dernières ne comportant aucun risque, permet à un portefeuille d'obtenir un meilleur rendement en contrepartie de nouveaux risques (risque sur actions, risque de crédit, etc.). La chute des primes de risque depuis la fin de la crise financière mondiale a permis aux stratégies axées sur le rendement de surclasser fortement les obligations d'État. Il convient de souligner, d'ailleurs, que ces stratégies étaient conformes à celle de la Réserve fédérale américaine visant le rééquilibrage de portefeuille tant que son programme d'assouplissement quantitatif était en vigueur.

Les opinions consensuelles vont dans le sens de la prise de risques, en espérant que le cycle de resserrement monétaire de la Réserve fédérale américaine ne nuira pas aux actifs risqués. Le fait est que la fin du programme d'assouplissement a été annoncée à grand bruit, et que ces déclarations ont eu pour effet de rendre les actifs

à rendement élevé beaucoup plus risqués qu'auparavant. Dans ce genre de contexte, il est plus important que jamais qu'un portefeuille à revenu fixe soit bien diversifié sur le plan de la durée, de la courbe des rendements, du crédit, des devises et de la répartition tactique de l'actif. Pour tirer le maximum d'un portefeuille de titres risqués, il faudrait idéalement que la performance économique des États-Unis demeure inférieure aux attentes afin d'inciter la Réserve fédérale à changer de cap au cours de l'année.

### Positionnement : durée, courbe et devises

Selon nos évaluations, les obligations américaines de référence à 10 ans se négocient au point médian de leur fourchette d'environ 1,85 % à 2,5 %.

Nos stratégies relatives aux obligations mondiales continuent de sous-pondérer l'euro et le yen, comparativement au portefeuille de référence. Les principaux changements que nous avons apportés au quatrième trimestre ont été l'amorce de placements en obligations à long terme d'Allemagne et du Japon, et l'augmentation de nos positions en dollar canadien au détriment des devises des autres pays dont l'économie est, elle aussi, axée sur les marchandises. Nos stratégies relatives aux obligations canadiennes demeurent à durée fixe et privilégient les obligations de 5 à 10 ans afin d'obtenir de meilleurs revenus. Nous investissons aussi dans certains titres de créance de sociétés à durée un peu plus longue. Au quatrième trimestre, nous avons acheté plus d'obligations à moyen terme au détriment d'obligations à plus long terme, puisque nous croyons que la Banque du Canada prendra des mesures pour pallier la faiblesse actuelle du secteur des marchandises.

## Change



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

La vigueur du dollar américain a, pour une autre année consécutive, dominé les marchés de change en 2015. Le cours du dollar a en effet augmenté d'un peu plus de 11 %, après pondération en fonction des échanges commerciaux, en 2015, comparativement à 10,5 % en 2014. Les politiques monétaires divergentes des principales banques centrales ont contribué de façon significative à soutenir le dollar américain par rapport aux autres monnaies importantes : la Réserve fédérale américaine haussant enfin ses taux près de sept ans après les avoir abaissés à zéro, la Banque centrale européenne adoptant officiellement une politique d'assouplissement quantitatif au début de 2015, et la Banque du Japon poursuivant sa politique expansionniste en achetant plus de parts de FNB d'actions. Outre ces divergences, des craintes relatives à la santé de l'économie mondiale, en particulier des économies émergentes, et au recul continu des prix des marchandises ont pesé tant sur les monnaies émergentes que sur les monnaies des marchés développés. Ces dernières, comme le dollar canadien, la couronne norvégienne et le dollar australien, ont toutes été dévaluées de plus de 10 % par rapport au dollar américain en 2015. Les ventes massives de dollars canadiens en décembre dernier par suite de rapports économiques (autres que relatifs au logement) décevants ont poussé le dollar canadien sous les monnaies des autres marchés développés pour l'ensemble de 2015, la dévaluation par rapport au dollar américain s'élevant à 16 %.

Bien que les analystes s'attendent majoritairement à une autre vigoureuse année pour le dollar américain en 2016, la volatilité extrême que l'on a connue au cours des 18 derniers mois ne se répètera vraisemblablement pas. Elle devra néanmoins faire l'objet d'une gestion active par des mesures de couverture du risque de change. L'euro risque fort de voir ses performances de 2014 et 2015 – alors qu'il s'était déprécié d'environ 10 % dans les deux cas – se répéter, mais il est peu probable que le dollar canadien chute encore de 25 % au cours des 12 à 18 prochains mois en dépit d'un début d'année 2016 difficile. Une remontée des prix du pétrole pourrait permettre au dollar canadien de se redresser, mais une telle remontée serait probablement peu importante compte tenu de l'économie canadienne affaiblie, de ses problèmes structurels sous-jacents, et de la possibilité que la Banque du Canada abaisse ses taux. Il est prévu que ces éléments annuleront à moyen terme les effets positifs d'autres facteurs influant sur le dollar canadien.

Les monnaies des marchés émergents demeurent fragiles, et une dépréciation continue de la devise chinoise pose des risques importants pour les monnaies asiatiques et celles des autres marchés émergents. De surcroît, le resserrement de la politique monétaire américaine et la croissance mondiale peu vigoureuse rendent peu probable tout redressement important et durable de ces monnaies au premier trimestre de cette année. Enfin, les fortes dépréciations des monnaies de pays politiquement et économiquement perturbés comme le Brésil, l'Afrique du Sud et la Turquie continuent de présenter un risque significatif.

## Obligations de société de bonne qualité



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

Après un repli au troisième trimestre, les obligations de société de bonne qualité se sont redressées au quatrième trimestre et ont offert des rendements comparables à ceux des obligations d'État du Canada grâce à la chute des taux d'intérêt et de l'accroissement des écarts de taux des obligations de société. Pendant tout le trimestre, les marchés des obligations ont subi les répercussions du ralentissement de la croissance mondiale et de la baisse des prix des marchandises, en particulier le pétrole. Ils ont aussi reflété le recul des bénéfices des sociétés, la volatilité accrue des marchés des capitaux et les risques géopolitiques dans de nombreuses régions. L'humeur du marché était à la baisse à la fin du trimestre par suite de l'accroissement de neuf points de base des écarts de taux des titres canadiens en décembre.

Les prévisions de croissance du PIB mondial ont continué de diminuer par suite des difficultés éprouvées par la Chine et les économies axées sur les marchandises. Le prix du West Texas Intermediate a baissé de 20 % pour s'établir à 37 \$ le baril pendant le trimestre, et cette contraction a exercé des pressions continues sur l'économie canadienne. Signe précurseur de faiblesse, le dollar canadien s'est déprécié de 4 % pour atteindre 1,384 USD. La Réserve fédérale américaine a haussé de 25 points de base son taux cible du financement à un jour en décembre, signalant ainsi l'abandon de sa politique de taux d'intérêt nuls, mais le marché ne croit pas qu'elle répétera cette mesure à quatre reprises en 2016. La plupart des investisseurs obligataires estiment, en effet, que l'économie mondiale est trop affaiblie pour supporter toute hausse de taux d'intérêt supplémentaire, et c'est ce qui explique la chute des rendements des obligations à 10 ans.

La majorité des investisseurs canadiens surpondèrent actuellement les obligations de bonne qualité. Les nouvelles émissions doivent offrir de meilleurs avantages pour attirer les capitaux, et ce faisant elles nuisent aux obligations déjà en circulation. La liquidité du marché secondaire est ainsi moins bonne et les écarts de taux augmentent alors que le marché recherche le point d'équilibre entre l'offre et la demande.

La qualité des obligations de sociétés continue de se détériorer alors que le niveau d'endettement monte, augmentant les risques de défaillance notamment dans les secteurs du pétrole et du gaz, des pipelines et des infrastructures de l'énergie. Les bénéfices des sociétés ont plafonné par suite du ralentissement de la croissance. En fin de cycle du crédit, les sociétés se tournent vers les fusions et acquisitions par emprunt, et vers l'ingénierie financière.

L'indice canadien des obligations de bonne qualité a fourni un rendement de 0,63 % au quatrième trimestre, soit un peu moins que les obligations du gouvernement du Canada (+0,66 %), alors que les écarts de taux s'accroissaient de six points de base. Une telle ampleur correspond au portage trimestriel, et c'est ce qui explique les rendements comparables. Les écarts de taux ont



monté et descendu pendant le trimestre : en hausse de trois points de base en octobre, en baisse de six points en novembre, et enfin en hausse de neuf points en décembre. Pour toute l'année, les écarts se sont accrus de 35 points de base. Les courbes d'écarts se sont accentuées, les écarts des obligations de société à long terme s'accroissant davantage que ceux à plus court terme pendant le trimestre et pendant l'année. Les investisseurs ont continué de bouder les obligations de société cotées BBB, jugées trop risquées.

En ce début d'année 2016, les perspectives des obligations canadiennes de bonne qualité sont plutôt médiocres. Un autre accroissement d'écart de 15 à 25 points de base pourrait survenir, compte tenu du refinancement prévu d'un nombre élevé de créances venant à échéance cette année. De plus, le marché du crédit se comporte comme on a l'habitude de le voir en fin de cycle : accroissement des activités visant le rendement aux actionnaires, ralentissement de la croissance des bénéfices et endettement en hausse. Nous continuons donc de surpondérer prudemment les obligations de société à courte échéance, pour le portage, mais de sous-pondérer les échéances plus longues.

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 ni l'exhaustivité et, par conséquent, n'endosse aucune responsabilité pour aucune perte découlant de toute utilisation de, ou d'un excès de confiance dans l'information contenue dans le présent document. Le présent rapport peut renfermer des déclarations prospectives sur le Fonds, le rendement futur, les stratégies ou perspectives, et les mesures que pourrait prendre le Fonds. Ces déclarations reflètent les convictions des gestionnaires de portefeuille et sont basées sur les renseignements qui sont actuellement disponibles. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur du Fonds. Le lecteur est prié de ne pas se fier indûment à ces déclarations puisque les événements et les résultats réels pourraient différer sensiblement de ceux qui sont énoncés dans les déclarations prospectives, notamment des changements économiques, politiques et des marchés, ainsi que d'autres événements. 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. Signature Gestion mondiale d'actifs est une marque de commerce de CI Investments Inc. Publié en février 2016.



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