

# Commentaire sur les marchés

## Premier trimestre 2018



### Fonds de revenu élevé Signature

Le premier trimestre de 2018 a bien commencé : les cours boursiers ont monté et la compression des écarts des obligations de sociétés a plus que compensé l'orientation progressivement haussière des obligations du Trésor américain. Cependant, les marchés ont rapidement baissé, alors que la vigueur des données économiques américaines a fait craindre un renforcement de l'inflation. Vers le début de février, ceci s'est traduit par une hausse des taux d'intérêt et une accentuation de la volatilité boursière qui se sont poursuivies jusqu'à la fin de la période. Deux des cinq catégories d'actifs représentées dans le Fonds de revenu élevé Signature se sont raisonnablement bien comportées compte tenu des conditions du marché, les obligations à rendement élevé restant essentiellement statiques et les effets de change bonifiant légèrement les rendements. Par contre, les autres catégories d'actifs, y compris les titres de l'immobilier et des infrastructures et les autres actions à revenu, ont sous-performé en monnaie locale et nu à la performance d'ensemble.

#### Revenu fixe

Sur le marché des obligations de sociétés, le rendement a été fonction du risque de crédit, les émissions moins bien notées surclassant les autres, ce qui était prévisible dans un contexte de rétrécissement des écarts. Toutefois, au premier trimestre, on a observé une corrélation avec la durée, alors que les taux des obligations américaines ont augmenté malgré la volatilité des marchés boursiers. Généralement, la durée diminue parallèlement aux notes de crédit, mais le premier trimestre a été tout sauf typique. La corrélation entre les catégories d'actifs de même que la volatilité ont augmenté alors que les rendements des obligations du gouvernement américain ont progressé.

Le Fonds surpondérait légèrement les obligations à rendement élevé et les actions privilégiées à taux variable différé qui ont fait du surplace.

Les écarts des obligations à rendement élevé se sont légèrement creusés, les taux des obligations du Trésor américain ayant remonté durant le trimestre, poussant les rendements indiciaires en territoire négatif. Getty Images a quelque peu contribué aux résultats; nous détenons des obligations à 7 % échéant en 2020 et un prêt à terme L+350 échéant en 2019 de cette société. Notre position dans Teck Resources (obligations à 6 % échéant en 2040) a nu au rendement relatif. Alors que la courbe des rendements américains s'est nettement aplatie durant le trimestre, le compartiment à long terme a gagné 23 points de base, ce qui a suffi à entraîner une chute du prix des obligations de sociétés à long terme. Nous pensons que la note de crédit de Teck Resources pourrait être rehaussée à court terme – ce qui propulserait l'obligation au rang de titre de bonne qualité – et que la compression des écarts limitera considérablement l'augmentation des taux à long terme.

Durant le trimestre, nous avons ajouté l'obligation à 7,25 % échéant en 2025 de Boyne Resorts. Boyne Resorts est propriétaire et exploitant de stations de ski au Canada et aux États-Unis, notamment de Cypress Mountain (près de Vancouver). Notre expérience passée (prêt à terme d'Intrawest et participation au capital de Whistler-Blackcomb et Vail) a renforcé notre confiance à l'égard des caractéristiques des flux de trésorerie et du modèle d'affaires de la société. Nous avons également ajouté l'obligation à 6,5 % libellée en dollars canadiens échéant en 2023 de Nuvista Energy. Nuvista est un producteur de pétrole et de gaz exploitant principalement le

# Commentaire sur les marchés

## Premier trimestre 2018



 **SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

gisement de Montney et qui tire la majorité de ses bénéfices d'un condensat (se négociant à prime par rapport au West Texas Intermediate) servant à diluer le bitume des sables pétrolifères. Puisque ses produits sont utilisés en Alberta, Nuvista n'est pas aux prises avec des problèmes liés aux droits de sortie ni ne souffre des différentiels de prix défavorables qui en résultent, contrairement à de nombreux producteurs d'énergie.

Le Fonds a recours à un ratio de couverture tactique en vertu duquel une partie des actifs détenus dans des titres américains est exposée aux fluctuations de change. Le dollar canadien s'étant déprécié par rapport au dollar US au premier trimestre, les effets de change ont légèrement fait augmenter le rendement.

### **Actions : infrastructures, énergie, immobilier**

Le Fonds de revenu élevé Signature surpondérait fortement les titres des infrastructures durant le trimestre, mais cette catégorie d'actifs a nuí au rendement, perdant 8,7 % en monnaie locale sur la période. Les sociétés du secteur intermédiaire et d'infrastructures énergétiques détenues par le Fonds, y compris Enbridge, Pembina Pipeline et Williams Companies, ont vu leurs cours baisser malgré le renforcement des prix du pétrole (le brut WTI a monté de 7,5 % durant le trimestre). Sur le plan positif, les ratios dividende-cours vont désormais de 5,5 % pour Williams Cos. à 6,8 % pour Enbridge.

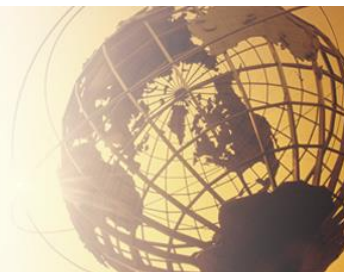
L'attitude à l'égard des sociétés d'énergie du secteur intermédiaire s'est refroidie sous l'effet d'inquiétudes entourant la durabilité de la croissance et des évolutions réglementaires défavorables. Ainsi, Enbridge et Williams ont souffert d'une décision qui entraînera le rejet d'allégements fiscaux sur les droits pipeliniers. Nos analystes estiment que le repli des cours de ces actions est exagéré et que le marché ne reconnaît pas le potentiel de croissance de ces deux sociétés. Nous croyons que les valorisations vont se rétablir à mesure que de nouveaux projets se concrétisent et que les flux de trésorerie disponibles qui en résultent entraînent une forte croissance des dividendes qui fera plus que compenser l'impact de la décision fiscale. Bien qu'Enbridge paraisse également surendettée après l'acquisition de Spectra, nous pensons qu'elle peut monétiser de nombreux actifs pour rembourser sa dette, y compris ses actifs de collecte et de traitement du gaz dans l'Ouest canadien et sa participation à la coentreprise DCP Midstream aux États-Unis. Certains des titres détenus par le Fonds dans les infrastructures de transport – Macquarie Atlas Roads, Sydney Airport et Transurban – ont également pesé quelque peu sur le rendement en raison de leur sensibilité perçue aux taux d'intérêt.

Le Fonds sous-pondérait nettement les actions du secteur de l'immobilier, où nous nous attendons encore à voir surgir des possibilités intéressantes. Aux cours actuels, la persistance de la volatilité à court terme crée des occasions à saisir, puisque les FPI américaines paraissent bon marché par rapport aux obligations de sociétés et aux actions. Nous avons ajouté au portefeuille une sélection de sociétés immobilières achetées en période de repli et nous prévoyons que la pondération de ce secteur va continuer d'augmenter dans le Fonds.

Prologis est l'un des titres immobiliers que nous avons ajoutés. Tandis que la majorité des segments de l'immobilier voient leurs fondamentaux ralentir, l'offre augmentant dans certains marchés et la demande s'estompant ailleurs, l'immobilier industriel semble encore porté par des facteurs structurels favorables. Prologis passe du statut de fournisseur d'espaces industriels à celui de maillon d'infrastructure clé dans la chaîne logistique. L'action offre un fort potentiel de croissance et le rendement de la catégorie d'actifs sous-jacente paraît intéressant par rapport à celui d'autres types de biens immobiliers.

# Commentaire sur les marchés

## Premier trimestre 2018



 **SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

Colony est le titre immobilier qui a le plus nuï au rendement du Fonds. L'an dernier, nous étions optimistes à l'égard de cette société suite à l'acquisition de Northstar fin 2016; cependant, il s'est avéré que les actifs acquis éprouvaient de plus graves difficultés que prévu. Pour préserver son capital, Northstar a abaissé son dividende au premier trimestre de cette année, entraînant une chute du cours de l'action qui s'est répercutée sur la performance du Fonds. Nous avons liquidé cette position, comme de nombreuses autres qui entrent dans le segment de « valeur » des titres immobiliers.

Il importe de souligner qu'à notre avis, la catégorie d'actifs de l'immobilier reste forte. Nous croyons également que le rajustement des cours dans cette catégorie est tout à fait normal et sain, après les sommets historiques atteints durant l'été de 2016. Cependant, bien que les FPI soient bon marché, le prix des biens immobiliers sous-jacents connaît lui aussi une légère correction. C'est pourquoi nous n'investissons pas de capitaux dans les (nombreuses) FPI qui se négocient à une décote vis-à-vis de leur valeur liquidative. Nous jugeons plutôt que les possibilités intéressantes se situent du côté des types de propriété où les loyers peuvent augmenter.

L'autre titre particulièrement décevant a été celui de la Compagnie de la Baie d'Hudson, qui a perdu 20 %. Le conseil d'administration nous a assurés qu'il travaille à des idées de transformation, mais rien de concret n'est encore apparu. Le conseil a pris quelques mesures vigoureuses, comme la vente du magasin phare Lord & Taylor et la conclusion de partenariats avec WeWork et Rhone, qui devraient contribuer à un désendettement significatif du bilan. De plus, la société met en vente son magasin de Vancouver, qui pourrait lui rapporter plusieurs centaines de milliards de dollars. Un nouveau PDG récemment embauché doit encore formuler un plan d'avenir pour la société. La monétisation des immeubles est une bonne stratégie, qui risque toutefois de ne pas porter fruits si l'entreprise engouffre cet argent dans ses activités de détail en difficulté. À notre avis, la pression en faveur d'une transformation s'exercera principalement après l'assemblée générale annuelle (probablement en juin), au moment où prendra fin le moratoire consenti par Land and Buildings (l'investisseur activiste) qui a accepté de soutenir la société le temps qu'elle assimile l'entente avec WeWork et que le nouveau PDG trouve ses marques. Passé ce délai, nous croyons que l'investisseur activiste aura toutes les raisons de hausser à nouveau le ton et de réclamer des changements.

### **Actions hors placements de base : surpondération à hauteur de 8,9 % du Fonds**

Les autres actions – services financiers, biens de consommation de base et énergie – ont légèrement pesé sur le rendement. À notre avis, les fonds de revenu Signature se distinguent des fonds concurrents notamment par les stratégies de part active élevée utilisées par Signature. Alors que les banques canadiennes sont fortement pondérées dans l'indice de référence du Fonds, nous n'en détenons aucune depuis un certain nombre d'années parce que nous trouvons des valorisations plus intéressantes ailleurs dans le monde. Le Fonds est investi à hauteur de 2,34 % dans Wells Fargo. Cette position a perdu 13 % au cours du trimestre, ce qui a pesé sur le rendement, mais des placements dans les banques canadiennes auraient eu le même effet négatif.

La Financière Manuvie est la dernière en date de nos positions financières. La plus mondiale des sociétés financières canadiennes, Manuvie offre un potentiel de croissance convaincant en Asie, en plus de ses activités solides dans l'assurance et la gestion de patrimoine en Amérique du Nord. Récemment, le marché a négligé les avantages que la société retire de la réforme fiscale américaine, de la hausse des taux d'intérêt, de la vigueur persistante de ses activités asiatiques et de l'effet de change favorable imputable à la faiblesse du huard. Au

# Commentaire sur les marchés

## Premier trimestre 2018



**SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

contraire, le marché semble extrêmement préoccupé par les activités dont la société a hérité aux États-Unis, notamment dans les soins de longue durée après que GE a reconnu que l'insuffisance de ses réserves dans ce domaine se chiffrait en milliards de dollars. Le marché paraît actuellement escompter un risque extrême de dotation aux réserves. Pourtant, Manuvie n'a cessé de se renforcer au cours des dernières années et nous jugeons enviable sa diversification au-delà des ménages canadiens. Ajoutée à la réaction excessive du marché au risque de dotation aux réserves, cette caractéristique fait de Manuvie une occasion de placement attrayante.

### Perspectives

Bien que les valorisations de bon nombre des catégories d'actifs de revenu du Fonds soient redescendues à leurs niveaux de 2016, les risques sont inférieurs à ce qu'ils étaient alors. Au premier trimestre de 2016, la Réserve fédérale américaine avait à peine commencé à relever les taux d'intérêt, malgré la modicité des prix des produits de base et l'affaiblissement de la croissance mondiale. Par contraste, au cours du dernier trimestre, les valorisations intégraient les intentions de relèvement des taux de la Fed et les craintes du marché obligataire se sont apaisées après la volatilité de janvier. De nombreux investisseurs pourraient revenir vers ces catégories d'actifs de revenu après le repli récent des valeurs technologiques et des actions de croissance, comme au début des années 2000. Les valorisations commencent à paraître plus attrayantes, notamment à plus long terme lorsque nous envisageons jusqu'où les taux d'intérêt pourraient chuter lors du prochain tournant baissier.

<b>Rendements de la catégorie F (en %) au 31 mars 2018</b>	<b>Depuis le début de l'année</b>	<b>1 an</b>	<b>3 ans</b>	<b>5 ans</b>	<b>10 ans</b>
Fonds de revenu élevé Signature	-3,6	-1,6	0,7	4,3	6,1

# Commentaire sur les marchés

## Premier trimestre 2018



 **SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

*Ce commentaire est publié par CI Investments Inc. Il est fourni à titre de source générale d'information et ne doit pas être considéré comme un conseil personnel de placement ni comme une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat de titres. Tous les efforts ont été déployés pour s'assurer que le présent document était exact au moment de sa publication. Toutefois, CI Investments Inc. ne peut en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité et n'endosse aucune responsabilité pour quelque perte que ce soit découlant de toute utilisation de l'information contenue dans la présente. Le présent rapport peut renfermer des déclarations prospectives sur le Fonds, son rendement futur, ses stratégies ou perspectives, et les mesures que pourrait prendre le Fonds. Ces déclarations reflètent les convictions des gestionnaires de portefeuille et sont basées sur l'information qui est actuellement disponible. Les déclarations prospectives ne sont pas des garanties de la performance future des 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 taux de rendement indiqués correspondent aux rendements globaux historiques composés annuels qui prennent en compte les variations de la valeur des titres et le réinvestissement de tous les dividendes ou de toutes les distributions, mais ne prennent pas en compte les frais de vente, de rachat, de distribution et autres frais divers ou impôts sur les bénéfices à payer par chaque porteur de parts qui auraient réduit les rendements. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue fréquemment et les rendements passés pourraient ne pas se répéter. <sup>®</sup>Placements CI et le logo de Placements CI sont des marques déposées de CI Investments Inc. <sup>MC</sup>Signature Gestion mondiale d'actifs et <sup>MC</sup>Fonds Signature sont des marques de commerce de CI Investments Inc. Publié en avril 2018.*