

Commentaire sur les marchés

Juillet 2014



Fonds revenu élevé Signature et Fonds de rendement diversifié II Signature Commentaires de mi-année

Ryan Fitzgerald, CFA
Gestionnaire de portefeuille
Signature Gestion mondiale d'actifs

Geof Marshall, CFA
Gestionnaire de portefeuille
Signature Gestion mondiale d'actifs

Dur, dur, dur...

« Le fonds souverain de Norvège, le plus important au monde à 890 milliards de dollars, s'apprête à investir dans l'infrastructure et les souscriptions privées, a annoncé son chef de la direction. Le fonds, qui détient 1,3 % de toutes les sociétés à l'échelle mondiale, peine à fournir un rendement réel de 4 % . »

– Bloomberg, 25 juin 2014.

Les particuliers ne sont pas les seuls à se débattre pour réaliser leurs objectifs de placement dans la conjoncture de faibles rendements, comme en font foi les difficultés éprouvées par la Norvège. Cette conjoncture est le résultat des politiques des banques centrales, notamment la création d'argent, la dévalorisation des devises et les taux d'intérêt négatifs sur les dépôts, qui ont poussé les rendements obligataires sous le taux d'inflation. Des taux d'intérêt réels négatifs, en effet, facilitent le remboursement des dettes tant pour les États que pour les ménages. Alors que les revenus nominaux augmentent au même rythme que l'inflation tandis que l'endettement demeure stationnaire, la partie endettée peut se tirer d'affaire grâce à la croissance. Cette stratégie nuit toutefois aux épargnants qui n'arrivent pas à conserver leur pouvoir d'achat. Nous avons cru en janvier, comme la majorité des autres analystes, que cette situation s'améliorerait, affirmant dans nos perspectives pour 2014 qu'aux États-Unis, la croissance économique se poursuivrait, le chômage baisserait et les taux augmenteraient modérément, bien que conservés encore historiquement bas par la Réserve fédérale; que l'Europe poursuivrait sa route sans incident, et que les difficultés éprouvées par les marchés émergents ne contamineraient pas les autres économies.

Nous avons indiqué que les théories de base de Signature s'accordaient, dans l'ensemble, avec cette opinion consensuelle. À la mi-2014, quatre des cinq prévisions se sont réalisées, l'exception étant celle qui a trait à la hausse modérée des taux. Le 31 décembre 2013, les rendements des obligations à dix ans du Canada et des États-Unis s'établissaient respectivement à 2,76 % et 3,03 %. Elles ont, depuis, chuté à 2,24 % et 2,53 %.



Confus et déconcertés



La forte chute des rendements laisse d'autant plus perplexe que les conditions voulues pour des taux plus élevés semblent en place. Après une contraction au premier trimestre imputable aux intempéries hivernales, l'économie américaine est de retour sur la voie de la croissance. Les risques que présentaient les marchés d'Europe et des pays émergents se sont atténués et la Réserve fédérale américaine poursuit le retrait de son programme de détente monétaire. Or, la confusion persiste alors que nous rédigeons les présentes lignes en cette première semaine de juillet, puisque les rendements des obligations à dix ans des États-Unis ont chuté pour s'établir plusieurs points de base **sous** ceux de la semaine dernière, **avant** la publication d'un rapport sur l'emploi étonnamment vigoureux.

Les analystes s'efforcent en vain d'expliquer ce résultat si nettement contraire aux attentes. Selon notre collègue Kamyar Hazaveh, qui dirige l'équipe de Signature chargée de la surveillance des taux d'intérêt, les participants du marché obligataire attribuent le repli des rendements à la période des vacances estivales. Eric Bushell, directeur des placements de Signature, nous a fait part d'une autre explication voulant que la situation soit imputable aux actions d'un stagiaire d'été laissé sans surveillance à une importante firme de gestion de titres à revenu fixe. Nul doute que l'attention suscitée par la Coupe du Monde de la FIFA explique, elle aussi, la conjoncture de faible volatilité.

Il existe d'autres explications plus crédibles, par exemple les attentes visant l'adoption de mesures de relance par la Banque centrale européenne, la poursuite du vigoureux programme de relance du Japon, le PIB américain décevant pour le premier semestre et le ralentissement du marché immobilier aux États-Unis. Peut-être s'agit-il tout simplement d'une correction suivant la montée excessive des rendements obligataires en 2013, compte tenu d'un taux d'inflation inférieur à 2 % qui persiste depuis 24 mois et de prévisions d'une croissance plus faible du PIB pour des raisons structurelles.

Commentaire sur les marchés

Juillet 2014



SIGNATURE
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

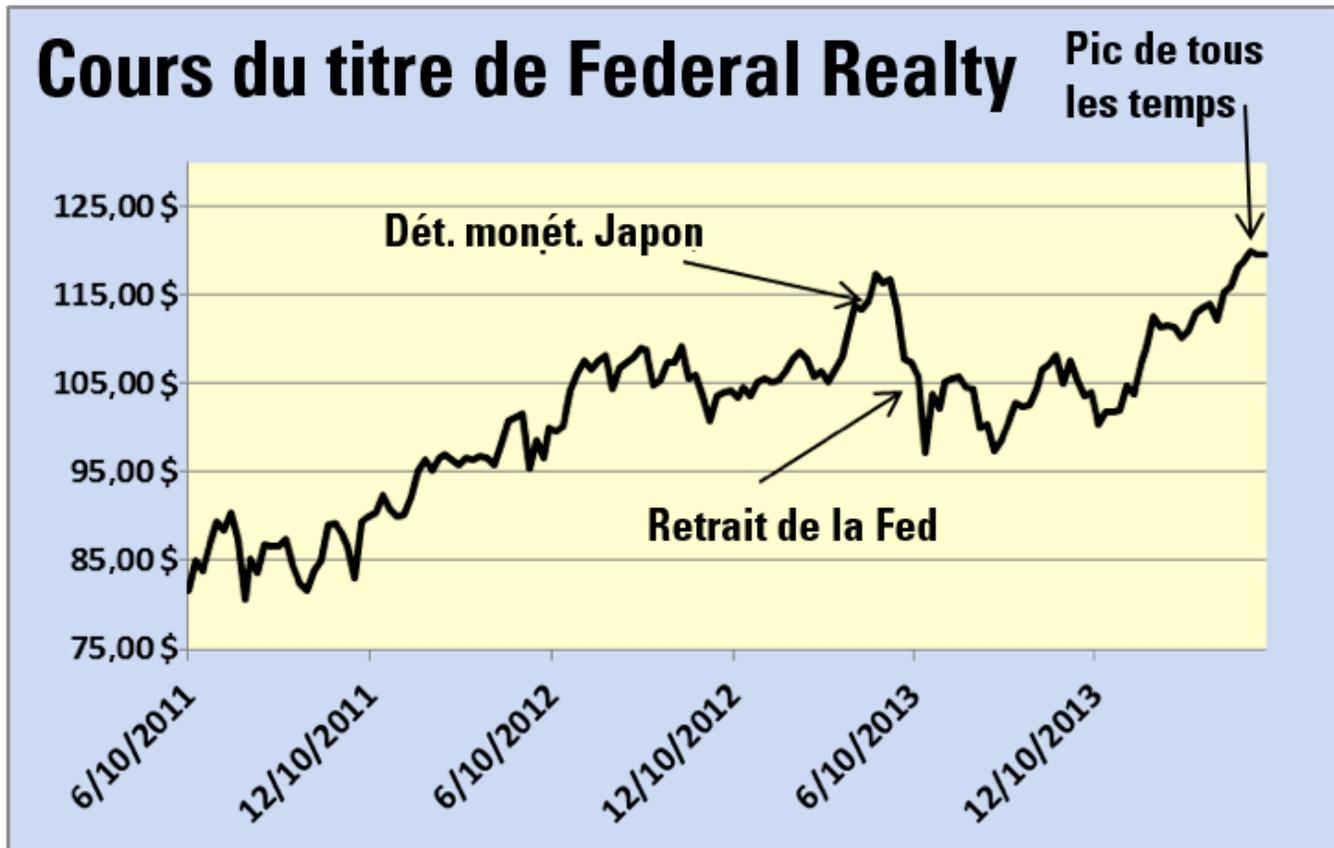
Prêts à tirer parti des occasions

Nous aussi, à Signature, étions d'avis que les taux monteraient, mais nous estimions que ces hausses étaient déjà reflétées dans les valorisations, à l'exception de celles des obligations à rendement élevé qui avaient affiché une bonne tenue en 2013. L'automne dernier, nous avons donc privilégié nos secteurs de base tels que l'immobilier, les fiducies et l'infrastructure, et nous avons relativement sous-pondéré les obligations à rendement élevé. Cette stratégie nous a bien servis, puisque les titres de participation à rendement élevé ont dégagé des rendements exceptionnels en réaction à la chute des rendements obligataires. Par exemple, après avoir fourni des rendements inférieurs de 30 % à ceux du marché boursier, les fiducies de placement immobilier américaines étaient en hausse de 15 % au premier semestre de 2014, soit le double du taux de croissance de l'indice. Les titres canadiens du secteur de l'infrastructure ont, dans de nombreux cas, enregistré des rendements de plus de 20 % (dividendes non compris). Les secteurs asiatiques sensibles aux taux d'intérêt et les principaux titres à dividendes de l'indice S&P 500 ont également fourni de bons résultats.

La conviction des intervenants du marché au sujet de l'imminence des hausses de taux n'est plus aussi ferme. L'on estime maintenant que les taux pourraient monter, mais très modestement. Plus personne ne s'attend à des rendements de 4 % des obligations à dix ans.

Comme c'était le cas au début de l'année, nous sommes d'accord avec les opinions consensuelles. Nous croyons, nous aussi, que les fondamentaux demeureront solides, que les dividendes augmenteront et que les défaillances des titres à rendement élevé demeureront rares. Toutefois, comme au début de l'année également, nous croyons que les valorisations actuelles reflètent déjà ces opinions.

Le graphique ci-après illustre ce point. Federal Realty Investment Trust, une fiducie de placement immobilier américaine, est propriétaire de centres commerciaux un peu partout au pays. Signature ne détient pas ce titre en portefeuille, mais nous l'avons choisi comme exemple parce que l'entreprise n'a subi aucun changement important depuis plusieurs années.



Suivant une période de croissance de plusieurs années, le cours du titre de Federal a bondi de 10 % au printemps de 2013, lorsque le Japon a annoncé la mise en œuvre de son énorme programme de détente monétaire et que les rendements des obligations à dix ans des États-Unis se sont repliés à 1,6 %. À cette époque, le titre de Federal se négociait à 116 \$ pour un rendement en espèces de 3,9 %. Le cours a culbuté de près de 20 % peu de temps après, lorsque la Réserve fédérale a annoncé son intention de mettre fin graduellement à son programme de détente monétaire. Au 30 juin 2014, l'action de Federal se vendait à 120 \$ pour un rendement approximatif de 4,0 %. Les rendements obligataires ont beau avoir baissé pour l'année à ce jour, ils sont encore près de 1,0 % plus élevés qu'au printemps de 2013. Par conséquent, du point de vue du différentiel, les actions de Federal Realty sont encore plus coûteuses qu'à l'époque de leur valorisation maximale en 2013.

Le même phénomène se produit dans les marchés des titres d'emprunt. Les bénéfices des sociétés sont en hausse, mais une proportion moindre des liquidités servent à rembourser les dettes. Elles sont plutôt consacrées à fournir une valeur ajoutée aux actionnaires sous forme de rachats d'actions, de versements de dividendes et d'acquisitions. Au 30 juin, nous pouvons

Commentaire sur les marchés

Juillet 2014



 **SIGNATURE**
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

acquérir des titres offrant un rendement moyen de 5,01 % (indice Bank of America Merrill Lynch U.S. High Yield, pire rendement), soit à peine plus que le creux historique de 4,99 % atteint en mai 2013, avant l'annonce du retrait des mesures de détente monétaire de la Réserve fédérale. Comme dans l'exemple ci-dessus mettant en cause Federal Realty, le marché, considéré sous l'aspect des différentiels, est actuellement plus coûteux, les différentiels par rapport aux bons du Trésor ayant diminué de 46 points de base pour s'établir à +372 points de base.

Les titres à rendement n'ont pas tous regagné le terrain perdu en 2013, mais bon nombre d'entre eux l'ont fait. Dans certains cas, par exemple les obligations à rendement élevé, les valorisations sont les mêmes qu'en 2013. Nous avons donc réduit graduellement nos participations dans ces segments au moyen de remboursements anticipés et de rachats. Et dans bon nombre des cas, les nouvelles émissions sont encore moins attrayantes que les positions éliminées. Il est donc, encore une fois, devenu difficile de cerner des occasions intéressantes dans nos secteurs de base.

Produit requis, produit fourni

Le retour aux rendements presque inexistants a relancé l'innovation au chapitre des produits à revenu, cette fois sous le nom de « yieldco » (société à rendement). Sachant depuis de nombreuses années que les titres à rendement élevé justifient des valorisations plus élevées, même en l'absence d'incitatifs fiscaux, les investisseurs canadiens devraient déjà bien connaître ce concept qui explique pourquoi un si grand nombre de sociétés canadiennes continuent de verser d'importants dividendes après la perte de leur statut de fiducie de revenu. Cette vérité, pourtant évidente, vient tout juste de s'imposer à l'échelle mondiale.

Depuis le deuxième trimestre de 2013, on a assisté au lancement, dans le secteur américain de l'infrastructure, de quatre sociétés détachées ou de PAPE structurés de manière à verser des dividendes plus élevés que ce qui pourrait être considéré comme normal. Deux sont survenus en juin 2014, et nous nous attendons à beaucoup d'autres dans un avenir rapproché. Dans chaque cas, une importante société mère (ou entité promotrice) a détaché des actifs matures générateurs de revenus pour les constituer en une société distincte à rendement élevé (yieldco). Il en a résulté deux sociétés : une entité axée sur le développement à rendement élevé et une autre qui achète le produit fini de la première, engrange les revenus et verse d'importants dividendes. La valorisation élevée de la nouvelle société lui permet de payer le prix fort pour les actifs, rendant l'opération très lucrative pour la société mère.

Selon notre expérience, les opérations mettant en cause des apparentés sont essentiellement conflictuelles et risquées, puisque les incitatifs sont souvent contradictoires. Elles offrent toutefois des occasions de placement au début d'un cycle d'innovation, alors que les normes de souscription sont encore respectées et que les valorisations sont raisonnables. Nous avons donc investi dans deux des quatre PAPE : Pattern Energy et Abengoa Yield. Les deux entreprises détiennent à perpétuité d'excellents actifs et sont structurées de manière à assurer

Commentaire sur les marchés

Juillet 2014



 **SIGNATURE**
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

la concordance des intérêts de la société mère et de la filiale. Les deux actions sont en forte croissance depuis leur émission : Pattern était en hausse de 19 % et Abengoa, de 30 %, au 30 juin. Comme on pouvait s'y attendre, la mise sur pied de la plus récente société à rendement a été effectuée de manière un peu moins disciplinée : fortement valorisée et structurée comme un commanditaire/commandité, Nextera LP est gérée par le commandité. Cette structure la rendant beaucoup moins attrayante, nous n'y avons pas investi.

Des innovations surgissent également dans le segment des titres à revenu fixe. Nous avons beaucoup parlé de la valeur relative qu'offrent les dettes de second rang des entreprises de services financiers, alors que les banques et les compagnies d'assurances poursuivent leur désendettement. De nouvelles émissions d'actions privilégiées perpétuelles rachetables permettent aux banques de consolider leurs bilans. Émis sous forme d'actions privilégiées supplémentaires de catégorie 1 versant des intérêts à taux fixe pendant les dix premières années, puis à taux variable, ces instruments sont traités comme du capital par les organismes de réglementation et les agences de notation. Les titres sont rachetables, au gré de l'émetteur, après leur dixième date anniversaire. Pour autant que leur taux variable soit suffisamment élevé pour inciter l'émetteur à les racheter et à refinancer à moindre taux, nous croyons que la majorité de ces actions se négocieront en fonction de la date de rachat de dix ans et n'afficheront pas la volatilité associée habituellement aux actions privilégiées perpétuelles et aux obligations à long terme. Nous avons fait l'acquisition de tels titres de Citigroup, JPMorgan et Credit Suisse. Nous continuons aussi d'acquérir des titres semblables qui pourraient devenir inadmissibles au traitement privilégié à titre de capital et qui sont donc susceptibles d'être rachetés par anticipation. Cela rehausserait les rendements, comparativement aux rendements actuels à l'échéance, et par conséquent le rendement des fonds. Nous comptons parmi nos placements dans cette catégorie les nombreuses émissions de Lloyds, RBS, Bank of America, PNC et US Bancorp.

Ces nouveaux instruments et les titres traditionnels sont habituellement cotés triple ou double B, mais il ne faut pas oublier que le risque de crédit englobe aussi bien le risque de défaillance que le risque de recouvrement. Nous croyons que dans la conjoncture de bilans bancaires plus robustes, d'activités dans les marchés des capitaux délibérément réduites et de réglementation accentuée, les risques de défaillance de ces valeurs mobilières sont assez faibles. Pour les besoins de la discussion, attribuons la note de crédit A au risque de défaillance. Advenant une défaillance, toutefois, il faut savoir que ces titres de rang très inférieur sont désignés « recapitalisation interne » et « absorption des pertes ». Autrement dit, ils pourraient fort bien subir le même sort que les actions et être radiés afin d'assurer la pérennité de la banque sans repêchage par les contribuables. Par conséquent, attribuons-leur la note de crédit la plus faible, le triple C. Si l'on fait la moyenne des notes de crédit A et CCC, on obtient la note BB, la plus élevée des notes attribuables aux obligations à rendement élevé. Et pourtant, ces actions privilégiées offrent des rendements 100 à 200 points de base plus élevés que ceux des obligations à rendement élevé comparables. Nous continuons donc d'y investir.

Commentaire sur les marchés

Juillet 2014



SIGNATURE
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

Stratégie

Comme nous l'avons dit plus haut, nous estimons que la thèse du prolongement de la période de faiblesse des taux d'intérêt est déjà reflétée dans les valorisations. Nous sommes donc revenus au même point qu'il y a douze mois. Alors que nous avons établi nos positions sur l'hypothèse d'une faiblesse structurelle des rendements, tout changement brusque par rapport aux taux actuels de 2,5 % à 3,0 % pourrait gravement déstabiliser nos secteurs de base. Nous avons donc encaissé des gains en liquidant d'importants placements comme Brookfield Energy Renewables, Gibson Energy, Brookfield Asset Management et Starwood Property Trust. De plus, nous avons réduit notre placement dans AIMCO, l'entreprise américaine propriétaire de nombreux immeubles de logements dont nous avons parlé dans nos commentaires de la période précédente. Le titre de AIMCO a offert un rendement global de 27 % au premier semestre de 2014, le marché éprouvant plus de confiance à l'égard de l'offre de logements de même qu'à l'égard des activités de redressement de l'entreprise. AIMCO représentait le principal placement du Fonds de rendement diversifié II Signature jusqu'au début de juin, alors que nous avons réduit la pondération de ce titre à un niveau plus modéré.

Le plus important changement apporté au volet boursier des fonds a été une participation renouvelée au secteur des services financiers que nous avons éliminé à l'automne 2013 pour redéployer le produit de la vente dans des titres à rendement élevé comme AIMCO. Nous avons consacré plus de 850 millions de dollars (environ 5,75 % de l'actif des portefeuilles du Fonds de revenu élevé Signature et Fonds de rendement diversifié II Signature) à l'achat de six titres financiers. Parmi ceux-ci, le plus important placement est UBS.

Nous estimons que cette participation dans le secteur des services financiers présente plusieurs avantages : 1) Ces actions comptent parmi les derniers, dans l'ensemble du marché, offrant une forte valeur. Elles sont sous-évaluées et leurs coefficients *c/b* sont peu élevés par suite de plusieurs années de litiges liés à la crise financière et de faibles taux. Les répercussions de la crise ont été importantes et durables. Tôt ou tard, les dépenses s'y rattachant diminueront et les taux d'intérêt augmenteront; les bénéfices devraient alors croître de façon importante. De surcroît, sur le plan des fonds propres, ces institutions sont aussi sûres qu'elles peuvent l'être. Alors que les bénéfices se normalisent, les cours devraient fortement augmenter. 2) Le rendement actuel (2,6 %) de ces six placements est actuellement faible, mais ces institutions devraient verser d'importants dividendes au cours des prochaines années. Par exemple, l'expert en services financiers et gestionnaire de portefeuille de Signature John Hadwen prévoit une croissance de l'ordre de 7 % (selon le cours actuel) des dividendes de UBS d'ici 2017. 3) Ces placements devraient, de plus, protéger les portefeuilles contre la hausse des taux d'intérêt.

Comme toujours lorsque nous amorçons un placement dans un secteur autre que l'un de nos secteurs de base, nos investisseurs ne doivent pas s'attendre à ce qu'il devienne une

Commentaire sur les marchés

Juillet 2014



 **SIGNATURE**
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

composante permanente des fonds : nous le liquiderons lorsque le cours aura suffisamment monté et qu'il aura joué son rôle secondaire de protection contre les mouvements de taux. Nous redéployerons alors le produit de la vente dans nos secteurs de base. Nous sommes conscients de la volatilité que ce placement ajoutera au fonds, mais sommes persuadés que nous pouvons maîtriser cette volatilité accrue au moyen d'autres stratégies, notamment un très faible ratio de couverture de nos placements en dollars américains.

Perspectives

Le Fonds de revenu élevé Signature et le Fonds de rendement diversifié II Signature ont enregistré une bonne croissance au premier semestre, nos secteurs de base ayant tiré profit de la chute des rendements obligataires et de l'amélioration des valorisations. Les fonds plus axés sur les actions (y compris notre Fonds de croissance et de revenu Signature) ont également affiché de bons résultats, les marchés boursiers ayant poursuivi leur hausse. Le Fonds de revenu élevé Signature a légèrement surpassé le Fonds de rendement diversifié II Signature au premier semestre, surtout en raison de sa composante énergétique plus élevée. Le Fonds de revenu élevé Signature offre presque toujours une pondération plus forte du secteur de l'énergie en raison de son orientation canadienne.

Le défi consiste maintenant à conserver, et si possible à augmenter ces gains. Si les taux restent très faibles et les marchés boursiers et les économies demeurent stables, nous devrions être en mesure d'engranger des gains supplémentaires et de fournir, pour l'ensemble de l'année, une croissance de plus ou moins dix pour cent. Advenant une hausse des taux, les résultats dépendront de la rapidité de la hausse. Une hausse peu élevée et progressive ne devrait pas susciter de difficultés, mais les fonds offriront probablement des rendements quelque peu inférieurs à ceux des fonds axés sur les actions. Une hausse soudaine et plus marquée risque de se révéler plus problématique pour les fonds, mais nous croyons qu'elle pourrait aussi nuire aux marchés boursiers. Comme nous l'avons expliqué dans le présent commentaire, nos portefeuilles sont positionnés en fonction d'une hausse des taux. Selon la plupart des scénarios, par conséquent, nous devrions être en mesure de fournir, pour 2014, un rendement global plus élevé que notre estimation initiale de 5 %.

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. Ce commentaire est publié par CI Investments Inc. Il est fourni à titre d'information générale et ne devrait pas être considéré comme un conseil de placement personnel ou une offre ou sollicitation à acheter ou vendre des titres. ©Placements CI, le logo de Placements CI et Signature Gestion mondiale d'actifs sont des marques déposées de CI Investments Inc. ^{MC}Fonds Signature est une marque de commerce de CI Investments Inc. Publié pour la première fois en juillet 2014.