Commentaire – T3 2018

Commentaire sur la répartition de l'actif et les perspectives des marchés de Sentry

James Dutkiewicz, CFA, *chef des placements*

SOMMAIRE DE GESTION

	Sous-pondération	Neutre	Surpondération	Notre opinion
Titres à revenu fixe				Nous prévoyons une légère augmentation des taux d'intérêt et de l'inflation, et conservons une duration courte.
Titres à revenu fixe de base				Nous augmentons légèrement la pondération de ces titres, car nous prévoyons une hausse de la volatilité des actifs risqués.
Titres à revenu fixe à rendement élevé				Nous sous-pondérons le marché des obligations à rendement élevé et continuons de privilégier les titres de grande qualité (B – BB).
Actions				Nous surpondérons les actions en raison de la croissance américaine et sommes convaincus que les politiques monétaires devraient se normaliser graduellement.
Canada				Nous surpondérons légèrement ces titres dans l'attente d'un regain d'optimisme chez les entreprises. Toutefois, certains obstacles subsistent, à savoir le ralentissement de la croissance du crédit et du marché de l'habitation.
États-Unis				L'économie américaine a profité des mesures de relance budgétaire et du taux du chômage très bas; et la croissance économique semble entrer dans une phase d'autorenforcement du cycle.
International				Les principales régions contribuent à la croissance économique mondiale. Nous surveillons les indicateurs avancés pour dépister les signes d'un ralentissement économique.
Actifs réels				Nous adoptons une pondération neutre des secteurs de l'énergie, de l'immobilier et des infrastructures ainsi qu'une légère sous-pondération des métaux précieux.

RÉPARTITION DE L'ACTIF

- Nos solutions à gestion tactique sont axées sur des objectifs. Comme nos décisions en matière de répartition de l'actif sont fondées sur l'avis de nos gestionnaires de portefeuille, nous pouvons maximiser les avantages liés à la diversification et atténuer l'effet d'une correction pour offrir de bons rendements corrigés du risque. Nous prévoyons toujours une croissance à l'échelle mondiale, qui sera toutefois plus lente que celle du premier semestre de 2018, car les conflits commerciaux demeurent le risque le plus important à l'expansion synchronisée à l'échelle mondiale. Il va sans dire que ce type de conflit nuit à la prospérité économique de la plupart des gens. Certains secteurs seront évidemment épargnés par les tarifs douaniers, quels qu'ils soient, mais de façon générale, la population subira les conséquences des hausses de prix et de la baisse des dépenses des entreprises et la confiance s'effritera.

- Malgré le durcissement de ton de certaines banques centrales, nous demeurons convaincus que les politiques monétaires se normaliseront graduellement et qu'elles demeureront tributaires des statistiques. La Réserve fédérale américaine (la Fed) et la Banque du Canada (la BdC) procéderont vraisemblablement à une autre hausse des taux d'intérêt en décembre 2018. Quant à la Banque centrale européenne (BCE), elle devrait mettre fin à son programme d'assouplissement quantitatif en décembre 2018, les marchés des taux commençant à prendre en compte des hausses de taux de la BCE au second semestre de 2019, malgré l'affrontement entre l'Italie et la Commission européenne et le déclin des données.

- À notre avis, la diversification représente un moyen prudent d'atténuer les risques liés à la situation géopolitique, aux politiques et à la valorisation, qui pourraient s'amplifier au cours des prochains trimestres. Nous continuons de surpondérer les actions par rapport aux titres à revenu fixe, mais commençons à resserrer l'écart entre ces deux catégories d'actifs, car les conflits commerciaux et la hausse des taux pourraient mener l'économie mondiale à un plateau en 2019.

- Nos placements en actions demeurent fortement concentrés aux États-Unis et au Canada, où les primes de risque des actions (qui reflètent la différence entre le ratio bénéfice/cours corrigé des variations cycliques et le taux sans risque) demeurent intéressantes. Par ailleurs, la part de l'Europe représente plus de la moitié de nos placements en actions internationales. En ce qui concerne le volet des actions nord-américaines, nous croyons que l'économie américaine est en meilleure posture que l'économie canadienne pour la prochaine période; les deux économies devraient toutefois poursuivre leur croissance. Au Canada, nous privilégions les placements dans des sociétés qui profiteront de l'amélioration des prix de l'énergie et qui sont exposées aux États-Unis. En raison de la montée de l'inflation, nous cherchons à investir dans des sociétés dont le pouvoir de fixation des prix leur permet de répercuter le coût de l'inflation sur leurs clients. Nous tentons d'éviter les sociétés lourdement endettées, qui à notre avis pâtiront de la hausse des taux d'intérêt au moment du refinancement de leur dette. Les actions américaines continuent d'offrir aux investisseurs des rendements corrigés du risque attrayants, alors que les actions canadiennes et européennes devraient offrir un potentiel de plus-value en capital, puisqu'elles se négocient à des cours intéressants.

- Nous estimons que les titres à revenu fixe devraient procurer aux investisseurs une protection contre les baisses à mesure que la volatilité augmente, de même que des rendements corrigés du risque raisonnables, malgré l'augmentation récente des taux d'intérêt. Nous maintiendrons la durée (sensibilité aux taux d'intérêt) du portefeuille à un niveau légèrement inférieur à celui de l'indice de référence et continuerons de surpondérer les titres de créance, mais dans une moindre mesure par rapport aux années passées. À mesure que les effets du resserrement de la politique monétaire se répandent sur le marché, il pourrait devenir difficile de continuer à générer de bons rendements. Comme nous croyons que le dollar américain restera vigoureux, nos opérations de couverture sont demeurées à un seuil neutre.

PERSPECTIVES DES MARCHÉS

- **États-Unis –** Dans un contexte de croissance qui s'accélère et de taux de chômage très bas, nous commençons à voir les bienfaits de la réforme fiscale se refléter dans les dépenses des consommateurs et les investissements des entreprises. L'objectif du gouvernement américain visant la réduction du déficit commercial avec les autres pays devrait stimuler la production intérieure et entraîner l'accélération du produit intérieur brut. Nous sommes d'avis que l'inflation remontera à cause de la faiblesse du chômage, de la hausse des coûts des matières premières et de l'éventuelle imposition d'autres tarifs douaniers. En raison de la montée de l'inflation, nous cherchons à investir dans des sociétés dont le pouvoir de fixation des prix (des sociétés qui peuvent répercuter le coût de l'inflation sur leurs clients). Nous sommes conscients de la tendance haussière des taux d'intérêt, qui pourraient augmenter le coût du capital. Aussi, nous essaierons d'éviter les sociétés lourdement endettées et celles qui à notre avis pourraient pâtir le plus de cette tendance.

- **Canada –** Nous demeurons prudents à l'égard de l'économie compte tenu du ralentissement de la croissance des emplois et du PIB. Cela dit, les signes sont encourageants après la résolution des différends sur les négociations de l'Accord de libre-échange nord-américain et l'annonce du projet LNG Canada. Shell ira de l'avant avec le projet LNG Canada, un investissement de 40 G$ CA au cours des quatre prochaines années – ce qui représente une occasion pour les investisseurs. Les sociétés en gestion logistique, comme les entreprises de camionnage et les sociétés qui offrent des services aux chantiers de construction et aux

baraquements de chantier, bénéficieront de l'investissement initial. Dans ce contexte, nous continuons de privilégier les sociétés canadiennes exposées au marché américain, qui présentent une accélération de la croissance appuyée par l'amélioration des conditions économiques. De plus, nous restons rigoureux dans notre sélection en nous concentrant principalement sur les sociétés canadiennes qui dégagent de solides flux de trésorerie disponibles et affichent un faible taux d'endettement.

- **International –** Même si les marchés américains ont atteint de nouveaux sommets et fait les machettes, la plupart des autres marchés ont affiché des rendements négatifs pendant l'année. Plusieurs facteurs ont eu des répercussions négatives sur les marchés émergents. Le premier étant la vigueur du dollar américain. La décision de la Fed de relever les taux d'intérêt plus rapidement que les autres banques centrales, et ce, de manière constante et avec cohérence a contribué à la vigueur soutenue du dollar américain. La hausse des taux d'intérêt a aussi eu des répercussions négatives sur les marchés émergents compte tenu des niveaux d'endettement et du fait que la majorité des prêts sont en dollars américains – ce qui rend les remboursements plus chers en ce qui concerne l'emprunt et les devises. Finalement, les éventuelles guerres commerciales mondiales risquent de perturber les flux d'échanges commerciaux, et cela concerne en grande partie les économies émergentes. Ces facteurs combinés ont lourdement pesé sur les actions des marchés émergents, certains pays étant proches d'entrer dans un marché baissier. Il faudra probablement attendre l'apparition de facteurs comme la baisse de taux, l'affaissement du dollar américain et la résolution des différends commerciaux (une quelconque combinaison de ces facteurs) avant que les investisseurs ne commencent à se sentir plus à l'aise pour réaffecter des capitaux dans les marchés émergents.

- **Infrastructure –** De façon générale, même si les titres liés aux infrastructures ont fléchi avec la période de hausse des taux d'intérêt ou d'aversion au risque à la fin du T3, les flux de trésorerie sous-jacents des sociétés de ce secteur – et du portefeuille en particulier – demeurent solides en général. Du côté des services publics, certaines sociétés américaines et internationales commencent à présenter de bonnes occasions du côté des valorisations et nous avons ajouté ce secteur pour essentiellement remplacer certaines des sociétés plus axées sur la consommation. Les récentes ventes massives ont permis (c'est le côté positif) de créer des points d'entrée invitants pour des entreprises de grands noms, et nous sommes à l'aise de réduire le bêta du portefeuille avec un titre d'une seule société assorti d'un bon potentiel de plus-value. La croissance du rendement des infrastructures de transport, telles que les aéroports et les routes à péage, se poursuit, mais à un rythme plus lent. En ce qui concerne les infrastructures du secteur intermédiaire de l'énergie, en dépit de la réduction de nos placements, nous sommes convaincus que les placements relutifs et les flux de trésorerie des sociétés du secteur intermédiaire demeureront portés par la croissance des volumes de production pétrolière et gazière en Amérique du Nord.

- **Immobilier –** Nous croyons que, à ce stade du cycle, les sociétés solides continueront de se démarquer des autres. Celles qui affichent des bilans solides, un ratio de distribution prudent et une culture avant-gardiste seront positionnées pour tirer parti de la croissance et de la stabilité des flux de trésorerie avec peu de risques. La hausse des taux d'intérêt a fait baisser le cours des titres de FPI et des occasions dans ce type de sociétés commencent à se présenter. Un certain nombre de sociétés immobilières figurent sur nos écrans radars et nous envisageons de procéder à des réinvestissements si nous voyons d'autres signes de faiblesse. Nous voyons toujours d'un bon œil les sous-secteurs des bâtiments industriels, des immeubles multifamiliaux, des immeubles unifamiliaux et des immeubles de bureaux triés sur le volet de nombreux marchés développés.

- **Énergie –** Le secteur de l'énergie a connu un trimestre difficile, tout particulièrement au Canada, compte tenu d'un programme d'entretien des raffineries plus chargé que d'habitude et de l'incapacité de transporter le pétrole brut par voie ferrée hors du bassin aussi rapidement que prévu. Nous restons optimistes à l'égard du marché du pétrole brut comme la demande est toujours relativement robuste, le niveau des stocks se situant à des niveaux normaux, et la capacité excédentaire à l'échelle mondiale est à un creux historique en raison des interruptions de production au Venezuela et des sanctions contre l'Iran. Les valorisations se situent dans la partie inférieure de la fourchette historique. La plupart des sociétés dégagent des flux de trésorerie disponibles et un rendement de capital conformes. Compte tenu des problèmes concernant les infrastructures au Canada et dans le bassin permien, nous avons effectué des rotations de titres afin d'avoir une exposition à des sociétés internationales comme Saipem.

- **Métaux précieux –** Le gestionnaire estime que le prix de l'or a atteint un creux au cours du dernier trimestre. Toutefois, à court terme, le prix de l'or devrait osciller dans la fourchette actuelle entre 1 200 $ US et 1 250 $ US l'once. Un catalyseur susceptible de faire grimper les prix de l'or au-delà de la fourchette actuelle serait une correction du dollar américain et des marchés boursiers, de nouvelles résolutions des

différends commerciaux ou un renversement dans le positionnement spéculatif de l'or du COMEX, qui est à un creux extrême.

Marchés des titres à revenu fixe

- **Obligation de catégorie investissement –** Nous prévoyons qu'au cours des prochains trimestres, les taux d'intérêt continueront d'augmenter en Amérique du Nord, et nous surveillons de près les taux du financement des entreprises. Nous nous attendons à ce que la BCE mette fin à son programme d'assouplissement quantitatif en décembre 2018 tout en laissant ses taux d'intérêt inchangés jusqu'au second semestre de 2019. Nous prévoyons également que l'économie américaine continuera de profiter des mesures de relance budgétaire à court et à moyen terme. La Réserve fédérale américaine procédera vraisemblablement à une autre hausse des taux d'intérêt en 2018. La fin du cycle des obligations de sociétés est proche et le moindre choc pourrait malmener considérablement les écarts de taux (c'est-à-dire les écarts entre les taux des obligations à échéance similaire, mais de qualité différente). Compte tenu de l'adoption récente des lois sur la réforme fiscale aux États-Unis, les sociétés américaines continuent de rapatrier leurs liquidités de l'étranger – une autre source de pressions sur les écarts de taux des obligations de société, puisqu'une majeure partie de ces liquidités était investie dans des obligations à court terme de sociétés. Dans cette optique, nous avons rehaussé la qualité du crédit au sein du fonds et avons augmenté la pondération des obligations à taux variable depuis quelques trimestres. Ce changement devrait nous permettre de profiter de la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis pour le reste de 2018 et en 2019.

- **Obligations à rendement élevé –** Notre scénario de base suppose que la croissance fondée sur celle des États-Unis se poursuive et que la croissance des bénéfices devienne plus modérée, mais demeure positive. Dans ce contexte, les titres de crédit devraient faire bonne figure par rapport à la durée. Une vague de volatilité ou une incertitude entourant la politique pourrait être une solution si elle permet de maîtriser les esprits animaux sur les marchés. En attendant, bons nombres de marchés, notamment les obligations de sociétés, manquent à la fois de catalyseurs positifs et négatifs et sont à la merci de l'humeur générale des marchés par rapport au risque. Il semble que les activités de fusions et d'acquisition se maintiendront et qu'elles seront généralement défavorables sur le plan du crédit pour les émetteurs de titres de créance de bonne qualité et favorables pour les sociétés à rendement élevé. Les investisseurs à l'affût de signaux de revirement du marché des obligations à rendement élevé, traditionnellement fiable comme le « canari dans la mine de charbon », pourraient être déçus. La qualité du crédit est relativement élevée, le volume des émissions est faible et les afflux de capitaux sont stables sur ce marché, ce qui contraste fortement avec les obligations des marchés émergents, les obligations de bonne qualité et les marchés des prêts à effet de levier. Étant donné que nous sommes conscients que la détérioration de ces marchés exercera une pression sur nos marchés de base, nous atténuons graduellement le risque associé à nos placements dans les obligations à rendement élevé.

Renseignements importants

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, leur valeur fluctue fréquemment et les rendements passés pourraient ne pas se répéter.

Les énoncés contenus dans le présent document sont fondés sur des sources jugées fiables. Lorsque de tels énoncés sont fondés en partie ou en totalité sur des renseignements provenant de tiers, leur exactitude et leur exhaustivité ne sont pas garanties. Gestion de placements Sentry et ses sociétés affiliées et entités connexes ne sont pas responsables des erreurs ou omissions dans les renseignements ni des pertes ou dommages subis.

Les opinions exprimées dans le présent document ne doivent pas être utilisées ni interprétées comme un conseil en placement ni comme un signe d'approbation ou une recommandation à l'égard des entités ou des titres dont il est question.

Certains énoncés dans le présent document sont des déclarations prospectives. Les déclarations prospectives comprennent des déclarations prévisionnelles, dépendent de, ou se réfèrent à des événements ou des conditions futurs, ou comprennent des mots tels que « s'attend à ce que », « anticipe », « a l'intention de », « planifie », « croit », « estime », « préliminaire », « typique », et d'autres expressions similaires. Les déclarations prospectives, et donc qui n'incluent pas d'information historique sont assujetties à des risques et incertitudes, et les résultats, actions ou événements réels pourraient différer sensiblement de ceux sous-entendus par les énoncés prospectifs. Les déclarations prospectives ne comportent aucune garantie de rendement futur. Bien que les déclarations prospectives contenues aux présentes soient fondés sur des hypothèses que Sentry Investissements considère comme raisonnables, ni Gestion de placements Sentry ni le gestionnaire de portefeuille ne peuvent garantir que les résultats obtenus seront conformes aux déclarations prospectives. Le lecteur est également incité à examiner attentivement ces facteurs, ainsi que d'autres facteurs, et à ne pas se fier indûment aux déclarations prospectives. Sauf si la loi applicable l'exige, la société ne s'engage aucunement à mettre à jour ou à réviser de telles déclarations prospectives à la lumière de nouvelles données, d'événements, ou de tout autre facteur qui pourrait affecter ces renseignements.

Sentry, Gestion de placements Sentry[MC] et le logo de Gestion de placements Sentry sont des marques de commerce de CI Investments Inc. Gestion de placements Sentry est une division de CI Investments Inc., une filiale en propriété exclusive de CI Financial Corp.