

**STATISTIQUES au 2017-06-30**

**CANADA**

Chômage (mai)	6,60%	↑
I.P.C. (mai)	1,30%	↓
Billet Trésor CDA 3 mois	0,71%	↑
Obligation CDA 5 ans	1,44%	↑
Obligation CDA 10 ans	1,79%	↑
S&P/TSX	15 182	↓

**ÉTATS-UNIS**

Chômage (mai)	4,30%	↓
I.P.C. (mai)	1,90%	↓
Billet Trésor US 3 mois	1,01%	↑
Obligation US 5 ans	1,89%	↑
Obligation US 10 ans	2,30%	↑
Dow Jones - Industrielles	21 350	↑
S&P 500	2 423	↑

**DEVICES**

\$ É.-U. / \$ CAN	0,7714	↓
\$ É.-U. / € Euro	1,1426	↓
¥ Yen / \$ É.-U.	112,39	↓

La flèche indique la tendance depuis la publication de la dernière donnée mensuelle ou de fin de mois.

**SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS**

Alors que l'année 2017 est maintenant à mi-chemin, on s'aperçoit que les marchés financiers avaient réservé quelques surprises aux investisseurs. Le premier semestre a vu les taux obligataires baisser, le dollar américain faiblir et les prix du pétrole et des métaux fléchir. Cependant, l'ensemble, les rendements des marchés sont bons. Les principales places boursières du monde sont en hausse; l'indice MSCI mondial a grimpé de plus de 7 % jusqu'ici en 2017 et les indices des marchés émergents ont encore mieux fait avec près de 14 %. Le deuxième trimestre a été par contre un peu plus stressant, surtout en juin alors que la volatilité a monté et que les taux sur obligations ont démontré un comportement soudainement plus fluctuant.

L'indice de la bourse canadienne SP/TSX a procuré un rendement de seulement 0,7 % depuis le début de 2017, perdant même 1,6 % au deuxième trimestre sous le poids des secteurs de l'énergie, des

matériaux et de la finance. Au contraire, l'indice américain S&P 500 a donné un rendement de 3,1 % en US \$. Le dollar canadien a gagné 2,7 % contre le US \$ au cours du dernier trimestre. Quant aux indices obligataires, seules les longues échéances de l'indice TMX des titres de qualité ont offert un rendement positif, il fallait sinon détenir des titres à haut rendement « high yield ». Les courbes de taux d'intérêt se sont aplanies, les taux longs baissaient pendant que les taux de plus courtes échéances montaient.

Les marchés sont confrontés à l'endettement important des entreprises et à une augmentation probable des taux directeurs. Les profits sont pour l'instant toujours au rendez-vous; mais l'évaluation faite par les investisseurs pourrait changer rapidement. C'est pourquoi nous anticipons une plus grande volatilité, tant pour les indices boursiers que pour les marchés obligataires.

- Les banques centrales auront tendance à être moins accommodantes.
- Nous anticipons toujours une volatilité dans les taux d'intérêt, mais sans tendance importante à la hausse.
- Nous tirerons profit de la volatilité anticipée en augmentant la durée de nos portefeuilles.
- L'environnement demeure favorable aux actions et nous profiterons des corrections à court terme pour y accroître nos investissements.

**Rendements totaux des marchés en dollars canadiens au 30 juin 2017**

	3 mois	1 an	3 ans *	5 ans *
FTSE/TMX - Bons du trésor - 91 jours	0,09 %	0,45 %	0,60 %	0,76 %
<b>Obligations</b>				
FTSE/TMX - Univers	1,11 %	0,02 %	3,79 %	3,29 %
FTSE/TMX - Court terme (1 à 5 ans)	-0,42 %	0,20 %	1,72 %	1,94 %
FTSE/TMX - Adapté gestion privée <sup>1</sup>	-0,30 %	-0,26 %	2,55 %	2,60 %
FTSE/TMX - Moyen terme (5 à 10 ans)	-0,13 %	-0,93 %	3,79 %	3,58 %
FTSE/TMX - Long terme (+ de 10 ans)	4,11 %	0,40 %	6,69 %	4,88 %
<b>Indices boursiers nord-américains</b>				
Canada - S&P/TSX	-1,64 %	11,05 %	3,08 %	8,74 %
États-Unis - Standard & Poor's 500	0,67 %	18,01 %	17,06 %	20,34 %
États-Unis - Dow Jones	1,51 %	22,23 %	18,56 %	19,11 %
<b>Indices boursiers internationaux</b>				
Royaume-Uni - FTSE-100	2,29 %	14,73 %	4,05 %	10,85 %
France - CAC-40	4,15 %	24,67 %	5,54 %	13,01 %
Allemagne - DAX	4,29 %	31,36 %	8,37 %	17,19 %
Japon - Nikkei-225	2,50 %	18,24 %	13,21 %	15,04 %
Hong Kong - Hang Seng	3,88 %	23,27 %	10,34 %	10,93 %
Australie - S&P/ASX 200	-4,33 %	12,82 %	1,71 %	5,98 %
MSCI - EAEO <sup>2</sup>	3,63 %	20,38 %	8,02 %	14,11 %
<b>Devises</b>				
\$ CAN versus \$ É.-U.	2,66 %	-0,31 %	-6,70 %	-4,98 %

au 30 juin 2017

Source : Bloomberg

\*Rendement total annuel composé

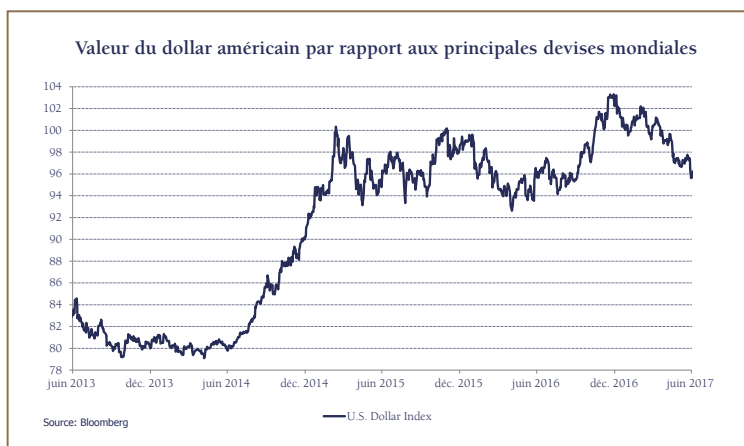
<sup>1</sup> FTSE/TMX Univers pondéré avec 60 % court terme et 40 % moyen terme

<sup>2</sup> Morgan Stanley Capital Index - Europe, Australie et Extrême-Orient

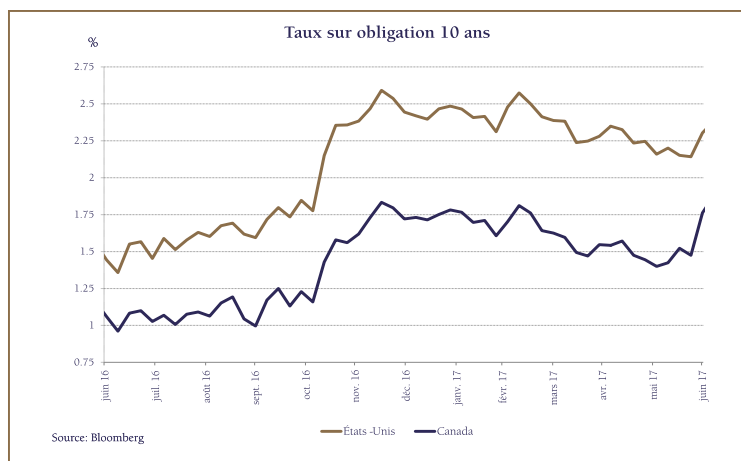
## ÉCONOMIE ET TITRES À REVENU FIXE

Au cours du dernier trimestre, le contexte économique mondial a peu changé pendant que la croissance était au rendez-vous. En Asie, la production continue d'augmenter même si certaines économies nationales ont ralenti quelque peu. L'économie japonaise se comporte somme toute bien. La Chine a cependant clairement ralenti, tout comme le souhaitaient les autorités; bien que la demande intérieure semble demeurer bonne, nous devons nous rappeler les problèmes d'endettement et d'utilisation de l'effet de levier dans leur système financier. D'ailleurs, la firme Moody's a abaissé la cote de crédit chinoise au cours des derniers mois; le défi est donc de réduire la dépendance au crédit tout en maintenant un taux de croissance ciblé autour des 6 %.

L'Europe va mieux. Les statistiques publiées sont meilleures et la banque centrale commence à préparer le terrain pour un changement de politique plus tard dans l'année. Les indices de confiance et de production se sont améliorés au deuxième trimestre. Une nouvelle entente a été conclue pour soutenir la dette grecque. Les négociations du Brexit ont commencées et, bien que l'expansion continue au Royaume Uni, plusieurs indicateurs y ont faibli. La faiblesse de la livre sterling s'est par contre estompée récemment. L'euro s'est, quant à lui, apprécié au deuxième trimestre de plus de 7 % face au dollar américain. Le billet vert a perdu du terrain par rapport aux principales devises, même le renminbi chinois s'est apprécié de quelque 1,6 %. Le dollar canadien n'est pas en reste avec une remontée de plus de 2,6 %; dans ce dernier cas, une stabilisation des prix du pétrole, un changement de ton de la part de la banque du Canada et surtout, des écarts de taux d'intérêt moins négatifs par rapport aux taux américains, ont été les facteurs déterminants. Mais l'élément détonnant du trimestre a sûrement été la faiblesse des taux d'inflation, pratiquement partout sur la planète. Mis à part les aliments, peu de prix sont à la hausse et les capacités excédentaires de production sont encore à l'œuvre.



Aux États-Unis, la hausse des salaires n'arrive pas à décoller malgré la diminution du taux de chômage. L'inflation annuelle a ralenti sa course passant de 2,8 % en février à 1,9 % en mai; les Américains profiteront pendant l'été des prix de l'essence à la pompe les plus bas en quelques années, ce qui supporte la croissance de la consommation. Au global, l'économie américaine croît, même si le rythme demeure relativement lent. Cela a été suffisant pour que le comité de politique monétaire de la FED augmente les taux cibles; les marchés continuent de débattre, à savoir si d'autres hausses auront lieu cette année. La production industrielle semble bonne mais le secteur manufacturier n'a pas de vigueur; le secteur automobile stagne, les ventes s'essouffant et la longueur des crédits-bails s'allongeant à des termes records. Les mises en chantier ont baissé au cours de chacun des trois derniers mois. Les nouvelles commandes de biens durables ont aussi diminué en avril et mai. Bref, le portrait est mixte. La politique monétaire dépendra donc de la capacité de l'économie à générer d'autres emplois, mais aussi des revenus, et surtout à générer un peu plus d'inflation au-dessus des 2 % ciblés. La FED souhaite commencer à résorber son bilan qu'elle a fait augmenter suite à la crise de 2009; il lui faut de la marge de manœuvre. Le secteur extérieur devra contribuer; l'évolution récente du billet vert et la meilleure tenue de l'économie mondiale devraient aider. L'indice composite précurseur est encore à la hausse.



Au Canada, il y a changement de ton. La Banque du Canada télégraphie son intention de monter les taux. Les statistiques ont été meilleures au cours des derniers mois, mais une certaine fragilité demeure. L'emploi a été fort, mais la hausse des salaires est anémique; l'inflation annuelle était à 1,3 % en mai. Le secteur extérieur s'est stabilisé, les nouvelles commandes manufacturières augmentent et les ventes au détail vont bien. Le secteur résidentiel est cependant sous pression, les prix des maisons ayant fortement augmenté. Par contre, les mesures prises par les gouvernements, principalement en Ontario et en Colombie Britannique, ont eu l'effet désiré sur les ventes; reste à voir si l'effet persistera. Les mises en chantier ont cependant corrigé à la baisse en avril et mai. L'investissement des entreprises a rebondi au deuxième trimestre, mais il faudra qu'il prenne encore plus de vigueur au cours des prochains mois. La hausse appréhendée des taux directeurs, déjà reflétée dans les taux de cinq ans et moins qui ont bondi dernièrement, conjuguée à la hausse du huard, pourrait bien freiner l'élan. La contribution du secteur extérieur pourrait aussi décevoir si la renégociation des accords commerciaux (ALENA) se concluait mal pour le Canada. Une hausse des prix du pétrole est à souhaiter dans ce contexte.

Les marchés sont confrontés à l'endettement important des entreprises et à une augmentation probable des taux directeurs. Les profits sont pour l'instant toujours au rendez-vous; mais l'évaluation faite par les investisseurs pourrait changer rapidement. C'est pourquoi nous anticipons une plus grande volatilité, tant pour les indices boursiers que pour les marchés obligataires. Notons que récemment les obligations à haut rendement « high yield » ne performant plus aussi bien par rapport aux souveraines de qualité. Les marchés globaux ont atteint des niveaux records à l'exception du Canada qui souffre de la faiblesse des cours du pétrole. Contrairement à la plupart des autres économies avancées, la performance canadienne dépendra en grande partie de l'évolution de ce secteur. Dans l'ensemble, nous demeurons confiants pour les mois qui viennent. Une certaine prudence et une focalisation sur les titres de qualité sont cependant de mise.

Au cours du dernier trimestre, l'indice obligataire canadien FTSE/TMX Univers s'est apprécié de 1,11 %. Cette hausse est principalement attribuable au recul des taux d'intérêt de long terme et au rétrécissement des écarts de crédit. Ainsi, pendant que les titres de long terme gagnaient 4,11 %, ceux de court et moyen termes perdaient 0,42 % et 0,13 % respectivement. En effet, la courbe de taux canadienne s'est aplanie au dernier trimestre avec des hausses variant entre 15 et 30 points de base dans les échéances inférieures à 10 ans et des baisses de près de 20 points de base dans les titres de long terme. L'indice des obligations provinciales, qui possède une durée plus élevée que celle des autres secteurs, a avancé de 2,12 % alors que les titres municipaux, corporatifs et fédéraux s'appréciaient de manière respective de 1,86 %, 1,02 % et 0,20 %. Les écarts de crédit sur les obligations de la province de Québec ont continué de rétrécir, aidés par le rehaussement de la cote de crédit (A+ à AA-) de la province par l'agence de notation S&P. Ainsi, ce changement positionne le crédit provincial québécois au-dessus de celui de l'Ontario pour la première fois de l'histoire tandis que seules les provinces de Colombie-Britannique et Saskatchewan possèdent maintenant une notation supérieure à celle du Québec.

Pour le trimestre se terminant au 30 juin, notre fonds d'obligations de court et moyen termes a perdu 0,20 %, ce qui est toutefois supérieur au repli de -0,30 % de l'indice de référence. Ce fonds conserve actuellement une stratégie

de durée légèrement défensive et favorise les émetteurs municipaux québécois offrant des rendements courants élevés par rapport aux autres secteurs. Notre stratégie active s'est, quant à elle, appréciée de 1,25 % pendant la période, soit 14 points de base au-dessus de son indice de référence. Un positionnement de courbe défensif a été maintenu tout au long du trimestre. Nous avons profité du mouvement important des taux d'intérêt vers la fin juin pour réduire notre

exposition aux titres de long terme qui avaient largement surperformé les court et moyen termes. En contrepartie, nous avons augmenté le poids des obligations d'échéances inférieures à 10 ans où les taux ont le plus augmenté et où les écarts de crédit sont les plus attrayants. Nous continuons également à favoriser les émetteurs offrant de bonnes perspectives de crédit.

## ACTIONS NORD-AMÉRICAINES

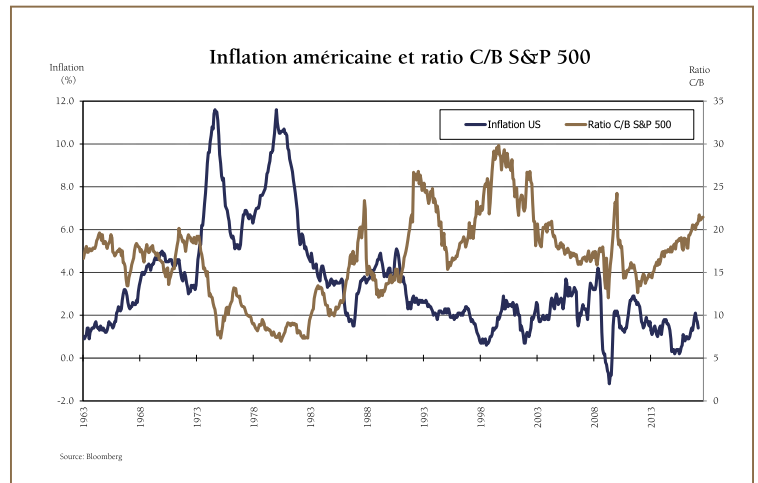
L'indice boursier canadien (S&P TSX) a poursuivi sa performance timide du premier trimestre en enregistrant un rendement négatif de 1,64 % au deuxième trimestre de 2017, portant ainsi le rendement à 0,74 % depuis le début de l'année. Les trois secteurs les plus importants de l'indice sont les seuls à avoir généré une performance négative sur trois mois ; ainsi, les secteurs financiers, des matériaux de base et de l'énergie perdaient respectivement 0,92 %, 6,44 % et 8,28 %. La performance positive des huit autres champs d'activité, menée par les secteurs de la santé (13,38 %) et industriels (6,07 %), n'auront pas suffi à générer un rendement global aussi intéressant que certains indices boursiers mondiaux.

Quant aux actions américaines, l'indice S&P 500 a su tirer son épingle du jeu avec un rendement trimestriel de 3,09 % en devises locales, mais la hausse du huard aura retranché plus de 2,4 % à celui-ci pour les investisseurs canadiens. Les secteurs des télécommunications et de l'énergie auront tous deux perdu du terrain, laissant respectivement 9,23 % et 8,55 % sur la période, alors que ceux de la santé (4,59 %) et de l'industriel (2,28 %) livraient les meilleurs rendements.

Le rendement décevant du secteur financier au cours du dernier trimestre est attribuable aux retombées de la crise de financement de courte durée d'un prêteur hypothécaire non traditionnel, ce qui a ébranlé la confiance à l'égard des titres des banques canadiennes. Également, l'impact qu'aurait une hausse des taux d'intérêt sur le secteur immobilier au Canada a eu des effets négatifs sur le secteur financier. Sans pour autant ignorer la possibilité que ces événements se reproduisent, nous croyons que les institutions financières vont continuer de fournir aux investisseurs de bonnes performances à plus long terme et nous profiterons de tout repli pour y augmenter nos investissements.

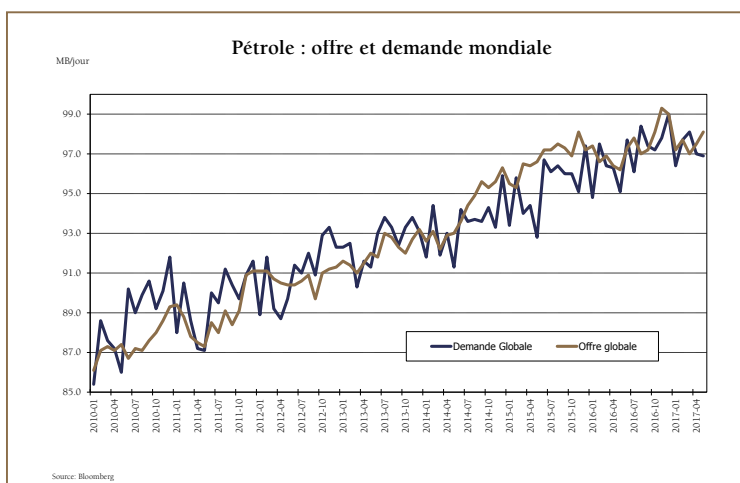
L'autre grand secteur canadien qui suscite l'inquiétude est celui de l'énergie. Malgré une baisse de production de la part de l'OPEC et de la Russie, équivalant à 1,8 millions de barils par jour (mbj), les prix ont diminué comparativement au sommet de l'an dernier. Nous croyons cependant que la demande pour cette matière première va s'accroître. Comme c'est le cas depuis plusieurs années, les inventaires de pétrole ont tendance à diminuer en deuxième moitié d'année. La saison des vacances chez nos voisins du Sud débute et tous prévoient une forte augmentation du kilométrage parcouru par les Américains. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit une augmentation de la consommation de 1,9 mbj pour le deuxième semestre 2017. Cette prévision est principalement basée sur les effets de la croissance soutenue de l'économie américaine et des faibles prix de l'essence qu'on y retrouve. Même si cela nous a fait perdre quelques points de rendement depuis le début de l'année, nous maintenons notre surpondération dans les titres énergétiques.

Tous les indicateurs nous démontrent que les actions américaines sont surévaluées. Entre 1935 et 1995, le cours/bénéfices oscillait autour de 14 fois. Aujourd'hui, il se situe à plus de 20 fois.



Les investisseurs ont fait grimper les valorisations en raison de la stabilité de la croissance et de la faiblesse de l'inflation, mais surtout en raison de marges de profit beaucoup plus élevées que par le passé. Cela dit, les changements apportés aux politiques de la FED et d'autres banques centrales dans le monde pourraient être l'élément déclencheur qui viendra perturber le calme. Nous pensons davantage à un scénario où nous assisterons à un lent déclin du cours/bénéfices du marché américain, mais toujours plus élevé que par le passé, plutôt qu'à un effondrement précipité.

Depuis le début de l'année, nous observons une grande différence de rendement entre le style valeur et croissance, et ce, principalement dans les grandes capitalisations. À titre d'exemple, les grandes capitalisations de style valeur ont rapporté 3,60 % contre 14,89 % pour les actions de style croissance. Cet écart important explique notre sous-performance par rapport au marché depuis le début de l'année. Nous sommes confiants de voir au cours des prochains trimestres un redressement des titres valeurs qui composent la majorité de notre stratégie américaine.



## COMMENTAIRES DE NOTRE GESTIONNAIRE INTERNATIONAL

Au cours du deuxième trimestre de 2017, le fonds mondial et le fonds EAEO ont respectivement affiché un rendement de -2,06 % et de 6,34 % par rapport à un rendement de 1,59 % et de 3,63 % pour leurs indices de référence respectifs. Au cours des trois dernières années, les investisseurs du fonds ciblé mondial ont réalisé un gain annualisé de 15,81 %, surpassant le rendement de 12,39 % de l'indice de référence. Les investisseurs du fonds EAEO ont quant à eux réalisé un gain annualisé de 12,21 %, surpassant le rendement de 8,02 % de l'indice de référence.

La poussée la plus marquante au sein des marchés boursiers mondiaux au cours des deux dernières années a été la montée fulgurante des titres FANG (Facebook, Amazon, Netflix et Google). Rappelons-nous ce que l'investisseur émérite et observateur du marché Howard Marks a déjà dit :

« Les montées et les descentes cycliques ne durent pas toujours. Mais aux extrêmes, la plupart des investisseurs agissent comme si elles le faisaient. »

D'une manière plus familière : ce que l'homme sage fait au début, l'homme irrationnel le fait à la fin. Chaque marché haussier peut être divisé en trois phases distinctes :

1. À un stade précoce, très peu d'investisseurs avisés identifient une tendance ou un développement nouveau et significatif dont le prix n'est pas encore reflété dans le marché.
2. Au fil du temps, la vague se propage et est adoptée par la majorité des intervenants du marché et finit par se refléter dans le prix des actions et des obligations.
3. À ce moment, pratiquement tous les investisseurs sont d'accord avec la nouvelle tendance et projettent son impact dans l'avenir.

La troisième phase est la période la plus dangereuse, car la plus minime perte de confiance de la part de l'investisseur (p. ex. : gains perdus, influences extérieures comme l'inflation, (augmentation des taux d'intérêt, etc.) peut provoquer d'énormes baisses du prix des actions. Warren Buffett résume le mieux cette situation :

Plus les autres mènent leurs affaires avec imprudence, plus nous devons mener les nôtres avec prudence.

Bien que nous aurions aimé avoir eu la sagesse et la perspicacité pour acheter les titres FANG lors de la première ou deuxième phase, nous jugeons prudent de ne pas s'y intéresser maintenant, alors que la troisième phase approche. Les deux règles que nous appliquons pour gérer vos investissements sont les suivantes :

1. Ne jamais détruire définitivement le capital.
2. Ne jamais oublier la règle numéro 1.

Nous croyons que cette approche sert bien nos investisseurs à long terme, notamment au cours des périodes de sous-rendement relatif occasionnelles, lorsque les marchés évoluent de manière imprévisible sur de plus courtes périodes.

## COMMENTAIRES SUR LES ACTIONS QUÉBÉCOISES

Le rendement du Fonds Québec Eterna a été de 8,6 % pour le deuxième trimestre et 6,8 % depuis le début de l'année. Le rendement année à date est supérieur à celui de l'indice TSX (0,7 %) et en ligne avec l'indice Morningstar Québec Banque Nationale (6,3 %). Les principaux contributeurs positifs du trimestre ont été Lumenpulse, 5N Plus, Air Canada et Canam. En avril, un consortium composé du président-directeur général de Lumenpulse et de la société Power Energy a annoncé une offre de privatisation pour l'entreprise à 21,25 \$, soit une prime de 86 %. Dans le cas de 5N Plus, la mise en place du plan stratégique annoncé en septembre 2016 ainsi qu'une stabilisation des résultats ont permis aux multiples d'évaluation d'augmenter de leurs bas niveaux, poussant le titre en hausse de 87 % depuis le début de l'année. Air Canada a annoncé un excellent premier trimestre, principalement en termes de production de flux de trésorerie libres, ainsi que son intention de rapatrier à l'interne la gestion de son programme de fidélisation, une opportunité nette actualisée évaluée à plus de 2 milliards de dollars sur 15 ans. Pour Canam, l'annonce de sa privatisation en avril (prime de 98 %) explique l'excellente performance du titre au cours du trimestre.

En termes de mouvements de portefeuille, avec les privatisations de Canam et Lumenpulse, nous avons réinvesti les liquidités dans plusieurs titres, dont SNC-Lavalin et Mediagrif. Pour SNC, l'entreprise se qualifie bien dans notre grille de critères et se transige à des mesures d'évaluation attrayantes en excluant les positions dans ses actifs d'infrastructure. Pour Mediagrif, l'évaluation attrayante ainsi que le rendement élevé sur les flux de trésorerie libres nous ont amené à augmenter notre position. Nous avons également investi dans deux nouveaux titres : premièrement, Stornoway Diamond, qui exploite la première mine de diamants au Québec. Nous croyons que les problèmes initiaux de production pourront être résolus dans les prochains trimestres. Deuxièmement, TSO3, une société basée à Québec qui a développé un système de stérilisation à basse température parmi les plus performants au monde. Nous croyons que le système de stérilisation développé par TSO3 et commercialisé par son partenaire Getinge pourra prendre une part de marché importante dans les prochaines années.

Avec des mesures de sentiment du marché boursier qui demeurent dans une zone d'optimisme, nous conservons un niveau d'encaisse plus élevé que la normale. Nos perspectives économiques à moyen et long termes demeurent positives, mais nous attendons une correction des marchés avant de réinvestir les liquidités.



**LES PLACEMENTS**  
« Des placements adaptés  
à votre situation personnelle »