

**STATISTIQUES au 2017-09-30**

**CANADA**

Chômage (août)	6,20%	↓
I.P.C. (août)	1,40%	↑
Billet Trésor 3 mois	0,99%	↑
Obligation 5 ans	1,75%	↑
Obligation 10 ans	2,10%	↑
S&P/TSX	15 635	↑

**ÉTATS-UNIS**

Chômage (août)	4,40%	↑
I.P.C. (août)	1,90%	↑
Billet Trésor 3 mois	1,04%	↑
Obligation 5 ans	1,94%	↑
Obligation 10 ans	2,33%	↑
Dow Jones - Industrielles	22 405	↑
S&P 500	2 519	↑

**DEVISES**

\$ É.-U. / \$ CAN	0,8019	↓
\$ É.-U. / € Euro	1,1814	↑
¥ Yen / \$ É.-U.	112,51	↓

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

**SOMMAIRE ET RÉPARTITION D'ACTIFS**

Les marchés boursiers ont terminé le troisième trimestre en force. L'indice de la bourse canadienne S&P TSX a fermé septembre à moins de 300 points de son record atteint en février dernier et a procuré un rendement total de 3,7 % sur le trimestre et de 4,4 % depuis le début de l'année. Le secteur de l'énergie a été le meilleur. L'indice américain S&P 500 a atteint de nouveaux records et a procuré un rendement année à date de 14,2 %, mais la hausse du dollar canadien a amputé ce rendement et l'a ramené à 6,0 % pour l'investisseur canadien. Les marchés émergents ont connu les meilleurs rendements. De leur côté, les obligations ont offert une piètre performance, l'indice TMX Univers canadien n'avançant que de 0,48 % depuis le début de l'année, perdant 1,84 % au cours des trois derniers mois. L'évolution du marché obligataire

canadien en a surpris plusieurs alors que la hausse des taux de court terme canadiens a fait aplanir la courbe des rendements; seules les échéances de long terme ont généré un rendement positif.

Les thèmes présentement populaires sont une plus grande synchronisation du cycle économique à l'échelle mondiale, une surperformance des secteurs cycliques et un changement plus évident des politiques monétaires. Une rotation sectorielle est en train de s'opérer. Alors que l'inflation continue de surprendre par sa faiblesse, bien des investisseurs tablent maintenant sur une hausse à venir des prix. Nous croyons que la conjoncture demeurera bonne, mais le cycle haussier prend de l'âge et une dose de prudence face aux politiques économiques est de mise.

- L'expansion mondiale continue et le cycle semble se synchroniser.
- Les banques centrales deviennent moins accommodantes et un changement de ton s'opère.
- Bien que l'inflation tarde à se manifester, les investisseurs anticipent une hausse des prix.
- Nous préférons encore les actions dans ce contexte.
- Il y a eu peu de volatilité au cours des dernières semaines, nous incitant à une certaine prudence à court terme.

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

	3 mois	1 an	3 ans *	5 ans *
FTSE/TMX - Bons du trésor - 91 jours	0,13 %	0,47 %	0,57 %	0,74 %
<b>Obligations</b>				
FTSE/TMX - Univers	-1,84 %	-2,97 %	2,79 %	2,66 %
FTSE/TMX - Court terme (1 à 5 ans)	-0,45 %	-0,70 %	1,44 %	1,71 %
FTSE/TMX - Adapté gestion privée <sup>1</sup>	-0,86 %	-1,73 %	2,06 %	2,22 %
FTSE/TMX - Moyen terme (5 à 10 ans)	-1,48 %	-3,27 %	2,99 %	2,99 %
FTSE/TMX - Long terme (+ de 10 ans)	-4,09 %	-5,95 %	4,43 %	3,62 %
<b>Indices boursiers nord-américains</b>				
Canada - S&P/TSX	3,68 %	9,18 %	4,54 %	8,06 %
États-Unis - Standard & Poor's 500	0,40 %	12,89 %	14,87 %	19,80 %
États-Unis - Dow Jones	1,46 %	19,40 %	16,46 %	19,12 %
<b>Indices boursiers internationaux</b>				
Royaume-Uni - FTSE-100	0,76 %	9,30 %	4,75 %	10,25 %
France - CAC-40	3,44 %	19,88 %	7,90 %	13,07 %
Allemagne - DAX	3,44 %	22,11 %	12,12 %	15,64 %
Japon - Nikkei-225	-2,59 %	6,07 %	10,93 %	15,04 %
Hong Kong - Hang Seng	2,70 %	11,76 %	9,98 %	10,74 %
Australie - S&P/ASX 200	-2,55 %	1,79 %	2,37 %	4,41 %
MSCI - EAEO <sup>2</sup>	1,29 %	13,36 %	8,88 %	13,67 %
<b>Devises</b>				
\$ CAN versus \$ É.-U.	3,80 %	4,99 %	-3,66 %	-4,86 %

au 30 septembre 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

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

**E**  
GESTION DE PLACEMENTS  
ETERNA

## ÉCONOMIE ET TITRES À REVENU FIXE

L'économie mondiale poursuit son expansion. La dernière récession, celle qu'on a appelé la « grande récession » date déjà de plus de huit ans. Le cycle actuel prend donc de l'âge, mais rien ne laisse poindre à l'horizon une détérioration marquée des conditions. Certes, l'expansion a été inégale, tant sur le plan géographique que sectoriel. L'Europe a eu sa crise grecque, le Canada sa crise pétrolière et la Chine a vu son rythme de croissance diminuer presque constamment au cours des dernières années. Toutefois, en cet automne de 2017, la croissance n'a jamais semblé être autant synchronisée.

La situation n'a fait que s'améliorer en Europe depuis un an. D'une part, les incertitudes de début d'année liées à la situation politique se sont estompées. Le Brexit demeure bel et bien un enjeu et le demeurera pour longtemps, mais les risques reliés aux élections française et allemande sont passés; on reparlera de l'Italie l'année prochaine. La confiance telle que mesurée par l'indice IFO est à son plus haut et la croissance des prêts aux ménages et aux entreprises a repris de la vigueur. L'euro a rebondi, l'inflation demeure faible et les taux administrés par la banque centrale sont encore négatifs. En fait, la BCE (Banque centrale européenne) cherche encore à déterminer quand et comment elle pourra commencer à réduire son bilan; elle n'est donc sûrement pas prête à hausser ses taux. La BCE ne peut pas procéder trop rapidement au retrait du stimulus monétaire, car elle doit s'assurer que l'expansion ne déraile pas étant donné qu'aucun stimulus fiscal ne peut prendre la relève. La fin des programmes d'austérité n'est pas synonyme de politique fiscale expansionniste!

Au Japon, la croissance a impressionné récemment; le marché du travail est vigoureux et le taux de chômage est revenu au niveau de 1995 à 2,8 %. Le premier ministre Abe a vu l'embellie et en a profité pour déclencher des élections prématurées.

En Chine, le rythme est bon mais semble ralentir; les indicateurs monétaires laissent présager un ralentissement plus marqué au cours des prochains trimestres. L'économie chinoise est contrôlée et bien malin celui qui peut y faire une prévision. On connaît par contre le problème chinois; l'endettement ne fait que grandir et atteint maintenant plus de 250 % du PIB alors qu'il était à moins de 150 % en 2008. L'enjeu demeure une diminution ordonnée du levier financier.

Aux États-Unis, la réforme fiscale tant annoncée par la nouvelle administration a finalement été proposée au cours des derniers jours de septembre. Tout comme pour la réforme de l'Obama-Care, rien n'est sûr quant à sa réalisation, car le contexte politique américain demeure volatil et la capacité de l'administration Trump de faire voter ses projets de loi demeure floue. Plusieurs intervenants de marché commencent à détacher les enjeux politiques de leurs décisions de placement, les éléments fondamentaux finissent par prendre le dessus. À ce niveau, les choses n'ont pas vraiment changé; la croissance demeure bonne dans l'ensemble, mais les statistiques sont quelque peu volatiles d'un mois à l'autre. Ainsi, pendant les mois d'été, la création d'emploi a ralenti, les nouvelles commandes manufacturières ont fait du surplace et les mises en chantiers ont baissé. Les ouragans qui ont frappé le Texas et la Floride auront des effets à court terme pour sûr; l'histoire nous révèle cependant que le rebond de l'activité se fait aussi rapidement, et qu'en moyenne les effets sur la croissance sont marginaux après quelques mois. Les conditions aux États-Unis sont donc suffisantes pour que la Federal Reserve mette en place son programme de réduction graduelle de son bilan. D'ailleurs, elle a annoncé qu'elle commencera à réduire le montant de réinvestissement des revenus et échéances des obligations qu'elle détient dès octobre. Bien des investisseurs s'inquiètent des effets sur la conjoncture de la fin de l'accommodement monétaire, surtout que des hausses des taux administrés sont aussi prévues. Pour l'instant, les changements sont peu importants et la FED nous semble encore très prudente. Néanmoins, il est clair que la grande période d'assouplissement monétaire est terminée et que les marchés devront dorénavant se concentrer sur les éléments fondamentaux tels que l'inflation, les marges bénéficiaires et la croissance des revenus des ménages. Sans un stimulus supplémentaire, peut-être par des coupures d'impôts, le rythme de croissance demeurera fort probablement semblable.

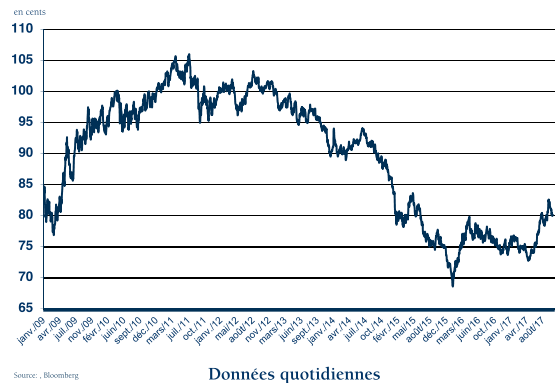
Au Canada, les consommateurs sont très actifs et les mises en chantier augmentent. La production industrielle a été gonflée par la reprise des activités dans l'Ouest canadien, particulièrement dans le secteur pétrolier. Les prix de l'immobilier continuent de grimper. La croissance a ainsi été surprenante et forte au deuxième trimestre. Devant ce tonus remarquable, la Banque du Canada a réagi en augmentant son taux directeur. Le dollar canadien en hausse comme l'euro et le yen contre le dollar américain depuis le début de

l'année, a bondi. Cette conjonction d'un huard fort et de taux d'intérêt de court terme plus élevés aura certes des répercussions au cours des prochains mois. Ainsi, la période estivale semble révéler un ralentissement; le PIB de juillet a été nul avec des reculs marqués dans plusieurs secteurs, et les nouvelles commandes manufacturières enregistrent trois mois de baisse à la fin juillet. Pas surprenant qu'en cette fin septembre, le gouverneur Poloz ait déclaré que la Banque surveille de près l'évolution de la situation économique canadienne. La Banque du Canada ne pourra faire cavalier seul dans une conjoncture mondiale somme toute bonne, mais qui pourrait se fragiliser si les banques centrales du monde entier resserrent leur politique monétaire.

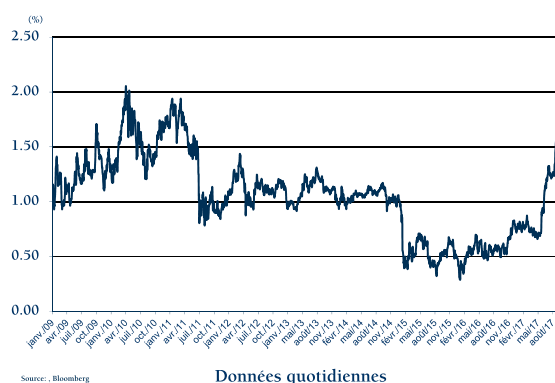
C'est donc la hausse des taux canadiens qui a retenu l'attention. Le mouvement des écarts canado-américains a été tel que les taux canadiens à 2 ans sont maintenant plus hauts que leurs équivalents américains; ils leur étaient inférieurs de 60 points de base plus tôt cette année. Il en résulte que les indices obligataires de court et moyen termes ont des rendements négatifs jusqu'ici en 2017. Alors que l'indice Univers FTSE TMX est en hausse de 0,48 %, seules les longues échéances ont récompensé les investisseurs avec une performance de 1,73 %; l'indice court terme a fait -0,2 % et le moyen terme -0,16 %. Ces performances reflètent l'aplanissement majeur de la courbe des rendements canadiens depuis janvier. Les obligations corporatives de long terme ont offert le meilleur rendement avec 3,67 %. Au cours du troisième trimestre, toutes les échéances et tous les secteurs sont négatifs. Les écarts de crédit corporatifs, provinciaux et municipaux ont été un peu plus volatils en août, mais terminent dans l'ensemble le trimestre là où ils étaient en juin. Ils sont bas par rapport à leur évolution durant ce cycle, mais ne sont pas sous pression compte tenu de la conjoncture. De plus, les budgets provinciaux s'améliorent présentement plus rapidement que prévu. Quant aux corporations, la croissance sans trop d'inflation continue, mais une certaine prudence est de mise compte tenu du vieillissement du cycle.

Bref, nos portefeuilles favorisent les secteurs provincial et municipal, et nos risques de durée sont au neutre en ce début d'automne. Il y a eu peu de changement dans notre stratégie au cours du trimestre. Les rendements obligataires risquent fort d'être décevants dans le contexte actuel.

### Taux de change \$CAN/\$US



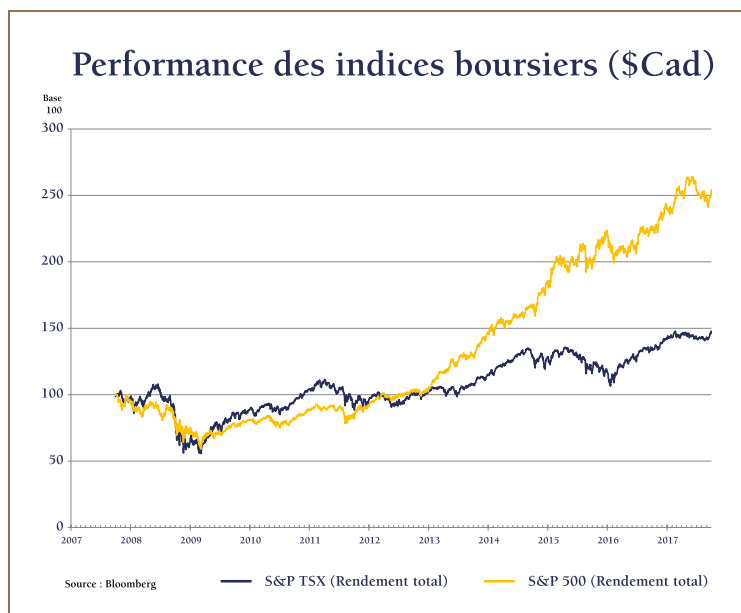
### Canada - Taux de rendement 2 ans



## ACTIONS NORD-AMÉRICAINES

Tout au long du trimestre, le marché boursier canadien semblait destiné à maintenir sa tendance baissière du trimestre précédent, mais les trois dernières semaines de septembre ont fait l'objet d'une forte progression de l'indice S&P/TSX, générant finalement une performance trimestrielle de 3,7 %. Cependant, les marchés canadiens sont toujours bien en deçà des marchés mondiaux depuis le début de l'année, n'ayant généré qu'un faible rendement de 2,3 %. Alors que le secteur de la santé, représentant une pondération minimale de l'indice global, perdait 10,3 %, ce sont les secteurs ayant le plus souffert lors des six premiers mois qui ont su bien performer. En effet, les secteurs de l'énergie (6,6 %), financiers (4,5 %) et des matériaux de base (3,2 %) ont eu le plus gros impact sur la performance générale de notre place boursière. Les hausses du prix du pétrole (12,3 %) au-dessus des 50 dollars le baril et des métaux industriels, ainsi que le repli du dollar canadien ne sont certainement pas étrangers au rebond des dernières semaines. Outre une légère augmentation de nos investissements dans les sociétés pétrolières, notre positionnement sectoriel a très peu changé au cours des derniers mois, favorisant une approche prudente compte tenu de la durée actuelle du cycle haussier et du resserrement des politiques économiques nord-américaines.

Du côté américain, le S&P 500 livrait un excellent rendement de 4,5 %, pour amener son total à 14,2 % en 2017. Malheureusement, la faiblesse du dollar américain par rapport à notre devise aura amputé la vaste majorité de celui-ci pour les investisseurs canadiens. Tous les secteurs d'activité, à l'exception de celui des consommations de base (-1,4 %), ont livré un rendement positif. Tout comme leur comparables canadiens, les corporations pétrolières ont généré un excellent rendement, mais ce sont les sociétés technologiques qui ont continué de voler la vedette au cours de l'été avec une performance de 8,7 % et de plus de 27 % depuis le début de l'année. À lui seul, le groupe de sociétés appelé sous l'abréviation « FAANG » (Facebook, Amazon, Apple, Netflix et Google) aura contribué pour plus de 20 % du rendement du S&P 500 en 2017, et ce, malgré un repli significatif de ces titres à la fin septembre. Bien que ceux-ci aient des attentes de croissance future importantes, ces titres, mis à part Apple,



se transigent à des multiples cours/bénéfices excessivement élevés et ne cadrent pas dans nos critères d'investissement axés sur les sociétés de type « valeur ». Pour ce qui est de notre stratégie, de légères réductions de pondération dans les secteurs de consommation discrétionnaire, de l'énergie et des technologies de l'information nous auront permis d'augmenter nos investissements dans les sociétés industrielles et d'ajouter Clorox, une entreprise se spécialisant dans la vente de produits ménagers, à nos titres de consommation de base.

## COMMENTAIRES DE NOTRE GESTIONNAIRE INTERNATIONAL

Cela fait maintenant quatre ans que votre gestionnaire de portefeuille assume l'entière responsabilité du fonds ciblé mondial et du fonds EAEO. Bien qu'une analyse réalisée sur une période minimale de cinq ans serait plus appropriée, cette période de référence est suffisamment longue pour examiner les résultats obtenus à ce jour et expliquer quelques leçons apprises.

Au cours des quatre dernières années, les investisseurs du fonds ciblé mondial ont réalisé un gain annualisé de 15,4 %, par rapport au rendement de 14,2 % de l'indice de référence. Les investisseurs du fonds EAEO ont quant à eux réalisé un gain annualisé de 11,8 %, par rapport au rendement de 10,0 % de l'indice de référence. Il est important de comprendre qu'excéder l'indice de référence n'est pas un jeu d'enfant. Selon une étude récente du S&P Dow Jones, moins de 15 % des gestionnaires de fonds d'actions américains ont réussi à surpasser leurs indices de références au cours des 15 dernières années. Bien que nous soyons satisfaits de ces résultats, tant de façon absolue que relative, nous désirons rappeler à nos clients que les investissements sur les marchés boursiers sont par définition soumis à la volatilité des cours et qu'il y aura des périodes, peut-être même prolongées, où les rendements seront inférieurs (Bernard Madoff est le seul investisseur à avoir obtenu des résultats constants et il est en prison).

Même si nous sommes sortis de l'école il y a presque 35 ans, nous maintenons toujours cette discipline d'en apprendre constamment davantage. À cette fin, nous trouvons plus utile d'examiner minutieusement les erreurs du passé que de célébrer nos réussites (surtout si ces dernières sont le fruit du hasard). Il est important de distinguer les deux types d'erreurs pouvant se produire : les erreurs par action (celles qui surviennent par une action que l'on commet) et par omission (celles qui surviennent par une occasion que l'on ne saisit pas). Le second type d'erreur est le plus sournois, car il passe généralement inaperçu aux yeux du public et se glisse facilement sous le tapis.

Notre pire erreur par omission fut Amazon. En tant qu'étudiants de la bulle « .com » au début de ce siècle, nous sommes très sceptiques chaque fois que nous entendons parler d'une entreprise qui prétend perturber fondamentalement la structure existante de son industrie. Bien que cette approche soit généralement saine, elle nous a empêchés de voir Amazon comme un véritable révolutionnaire, comme en témoignent les vingt-quatre faillites déclarées dans le secteur de la vente de détail jusqu'ici cette année. Nous avons donc raté cette opportunité. Pour ajouter l'insulte à l'injure, nous devons mentionner que nous sommes un client régulier de cette entreprise et apprécions pleinement la commodité et le service à la clientèle qui l'accompagnent. Nous admettons être coupables de cette « faute ».

Notre pire erreur par action fut de suivre les conseils d'un analyste de l'industrie qui pensait avoir identifié une opportunité d'investissement présentant un fort potentiel de croissance et pratiquement aucun inconvénient. La réalité s'est révélée tout autrement. Heureusement, la position que nous avons prise était trop peu importante pour créer des dommages notables. Nous avons subseqüemment décidé de renoncer à toute « aide externe » et de baser nos décisions selon nos propres recherches et analyses. Il y a des choses dans la vie que l'on ne peut confier aux autres en toute tranquillité d'esprit, comme plier son parachute et analyser des entreprises.

Il est fort probable que nous allons commettre d'autres erreurs dans l'avenir, mais il est de notre devoir envers notre clientèle de s'assurer de ne pas les répéter deux fois. Après tout, la folie se définit parfois comme « faire la même chose encore et encore et s'attendre à des résultats différents ». Ayant œuvré pendant de nombreuses années sur les marchés financiers, nous avons appris cette leçon à la dure.

## COMMENTAIRES SUR LES ACTIONS QUÉBÉCOISES

Le rendement du Fonds Québec Eterna a été de 2,8 % pour le troisième trimestre de 2017 et de 10,3 % depuis le début de l'année. Le rendement année à date est supérieur à celui de l'indice TSX (4,4 %) ainsi que l'indice Morningstar Québec Banque Nationale (9,4 %). Un des principaux contributeurs positifs du trimestre a été Air Canada, qui demeure une des positions les plus importantes du portefeuille. Le titre a progressé de 51 % depuis la fin juin, suite à l'annonce de résultats au-dessus des attentes pour son deuxième trimestre. La société a aussi tenu une rencontre avec les investisseurs au cours de laquelle les dirigeants ont partagé les nouveaux objectifs à long terme de l'entreprise. Avec une hausse attendue de ses flux de trésorerie libres, Air Canada prévoit une baisse significative de son endettement au cours des trois prochaines années. Les mesures d'évaluation, qui demeurent basses, ont augmenté à la lumière de ces nouveaux objectifs. Un autre contributeur positif au rendement a été Cogeco, qui a annoncé l'acquisition de Metrocast, un câblodistributeur avec 236 000 abonnés sur la Côte Est américaine. Conjointement avec l'acquisition, Cogeco a annoncé que la CDPQ investissait 315 millions de dollars pour une participation de 21 % dans sa filiale américaine, mettant en évidence la valeur de ce segment d'affaires de Cogeco.

En termes de mouvements de portefeuille, nous avons profité de la faiblesse du titre d'Intertape Polymer pour ajouter à la position. Malgré des résultats à moyen terme en dessous des attentes, reliés à une hausse de la concurrence en Europe et à une augmentation des coûts de matières premières, les perspectives de l'entreprise demeurent positives à long terme, avec une croissance de la productivité attendue et plusieurs opportunités de consolidation dans l'industrie. Nous avons également augmenté la position dans Innergex, un producteur d'énergie renouvelable, qui présente un rendement sur les flux de trésorerie libres relativement attrayant.

Avec des mesures de sentiment du marché boursier qui demeurent dans une zone d'optimisme, nous continuons à conserver 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.



# LA GESTION PRIVÉE

« Planification, sécurité et expertise dans la conduite de vos affaires »

 **GESTION DE PLACEMENTS ETERNA**